

**OSAKEYHTIÖLAIN UUDISTAMINEN**  
**-Tavoitteena kilpailukyisempi yhtiöoikeus**



## LUOVUTUSKIRJE

Lainsäädäntöneuvokset Manne Airaksinen ja Jyrki Jauhiainen saivat 10 päivänä marraskuuta 1998 toimeksiannon laatia kokonaisarvion osakeyhtiölain uudistustarpeesta ja ehdotuksen uudistuksen toteuttamisesta (Liite 9). Toimeksiannon mukaan osakeyhtiölakia ei Suomessa ole viime aikoina arvoitu elinkeinopolitiikan välineenä. Vuonna 1997 voimaan tullut osakeyhtiölain osittaisuudistus toteutettiin voimassa olleen lain lähtökohdista ja se käsitti vain osan yhtiöoikeudellisesta sääntelystä. Toimeksiannossa osoitettiin kiinnittämään erityistä huomiota osakeyhtiöoikeuden merkitykseen yhtiöiden kilpailutekijänä sekä pienten osakeyhtiöiden painoarvon kasvamiseen. Myös lain selkeyteen ja rakenteeseen edellytettiin kiinnitettävän huomiota. Toimeksiannossa kehoitettiin myös arvioimaan yleisten yhtiöoikeudellisten periaatteiden käyttämistä, lain tahdonvaltaisuutta ja yksityiskohtaisen sääntelyn laajuutta.

Tässä muistiossa on toimeksiannon keskeisen sisällön mukaisesti pyritty kuvaamaan osakeyhtiöoikeuteen kohdistuvia muutostekijöitä, arvioimaan kokonaisuudistuksen tarvetta sekä hahmottamaan sitä, minkälaiseen osakeyhtiöoikeudelliseen sääntelyyn mahdollisessa kokonaisuudistuksessa tulisi pyrkiä. Tämän lisäksi on esimerkinomaisesti käsitelty sitä, miten uudistus voitaisiin organisoida. Sääntelyn yksityiskohtaista muutostarvetta käsitellään muistion liitteessä (Liite 1). Muistioon ei sisälly säädösehdotuksia.

Muistiossa yhtiöoikeutta on käsitelty perinteisestä yhtiöoikeuden näkökulmasta, yleispiirteisesti ja tavallaan puhtaalta pöydältä. On selvää, että käytännössä uudistuksen toteuttamista rajoittavat monet tekijät, joita tässä muistiossa ei juurikaan ole käsitelty. Keskeinen rajoittava tekijä on EU-sääntely. Muistion liitteenä on selvitys muutoshankkeista muissa maissa, EU:ssa ja eräissä kansainvälisissä järjestöissä (Liite 2).

Osakeyhtiölain uudistamisen mahdollisuuksista on keskusteltu useiden elinkeinoelämän järjestöjen kanssa. Tämän lisäksi eräät yritykset ovat suoraan toimittaneet näkemyksiään ministeriöön. Uudistuksen lähtökohdista on keskusteltu myös keskeisten työnantaja- ja palkansaajajärjestöjen kanssa. Mahdollisesta uudistushankkeesta on tiedotettu Suomen Asianajajaliiton jäsenille samoin kuin kirjanpitoimistojen ja hyväksytyjen tilintarkastajien järjestöjen jäsenille sekä samalla pyydetty toimittamaan hankkeeseen liittyviä näkemyksiä. Oikeusministeriölle toimitetut kirjalliset selvitys- ja muutosehdotukset ovat muistion liitteenä (Liite 3).

Muistion laatimista varten ja mahdollisten uudistusten helpottamiseksi oikeusministeriö on tilannut asiantuntijamuistioita eräiltä keskeisiltä yhtiölainsäädännön osa-alueilta (Liitteet 4-8).

Hankkeen pysyvinä asiantuntijoina ovat toimineet OTT Pekka Timonen ja asianajaja, Asianajajaliiton puheenjohtaja Tomas Lindholm.

Helsingissä heinäkuun 7 päivänä 2000

Manne Airaksinen

Jyrki Jauhiainen

# SISÄLLYSLUETTELO

Sivu

<b>YHTEENVETO</b> .....	<b>1</b>
<i>Kokonaisuudistuksen avulla joustavampi ja selkeämpi osakeyhtiölaki</i> .....	1
<i>Yhtiöoikeuden haasteet</i> .....	1
<i>Uudistuksen suuntaviivat</i> .....	2
<i>Uudistuksen toteuttaminen</i> .....	5
<b>ARVIO OSAKEYHTIÖLAIN KEHITTÄMISESTÄ</b> .....	<b>6</b>
<b>1. OSAKEYHTIÖOIKEUDELLISEN SÄÄNTELYN MERKITYS</b> .....	<b>6</b>
<b>1.1 OSAKEYHTIÖLAIN TEHTÄVÄT</b> .....	<b>6</b>
<b>1.2 OSAKEYHTIÖOIKEUDEN MERKITYS YRITYKSEN TOIMINTAEDELLYTYKSILLE</b> .....	<b>7</b>
<b>1.3 OSAKEYHTIÖIDEN MERKITYS SUOMESSA</b> .....	<b>8</b>
<b>1.4 YHTEENVETO</b> .....	<b>8</b>
<b>2. OSAKEYHTIÖOIKEUDEN HAASTEET</b> .....	<b>9</b>
<b>2.1 RAHOITUSMARKKINOIDEN MUUTTUMINEN</b> .....	<b>9</b>
<b>2.2 KANSAINVÄLISTYMINEN</b> .....	<b>12</b>
<i>Kilpailukyky</i> .....	12
<i>Kilpailu sijoituksista</i> .....	13
<i>Sääntelyn tekeminen toimivuus</i> .....	14
<b>2.3 PIENYRITYSTOIMINNAN SIIRTYMINEN OSAKEYHTIÖMUOTOON</b> .....	<b>13</b>
<i>Pienet osakeyhtiöt pääsääntönä</i> .....	14
<i>Lainsäädäntötekniset ongelmat</i> .....	15
<b>2.4 INFORMAATIOTEKNOLOGIAN KEHITYMINEN</b> .....	<b>14</b>
<b>2.5 MUITA MUUTOSTEKIJÖITÄ</b> .....	<b>15</b>
<i>Oikeudellisen toimintaympäristön muuttuminen</i> .....	16
<i>Yritystoiminnan muutokset</i> .....	17
<b>2.6 YKSITTÄISTEN MUUTOSTARPEIDEN LISÄÄNTYMINEN</b> .....	<b>16</b>
<b>2.7 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSIÄ</b> .....	<b>17</b>
<b>3. UUDISTUKSEN AJANKOHDAN MERKITYS</b> .....	<b>18</b>
<b>3.1 OSAKEYHTIÖLAIN VALMISTELUHISTORIA</b> .....	<b>18</b>
<b>3.2 LAMAN JA YKSITTÄISTEN VÄÄRINKÄYTYSTEN VAIKUTUS</b> .....	<b>18</b>
<b>3.3 OSAKEYHTIÖOIKEUDELLINEN TUTKIMUS JA KEHITYSSUUNNAT</b> .....	<b>19</b>
<b>3.4 OSAKEYHTIÖLAIN SÄÄDÄNNÖN MUUTOSHANKKEET MUISSA MAISSA</b> .....	<b>20</b>
<b>3.5 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSIÄ</b> .....	<b>20</b>
<b>4. MITEN OSAKEYHTIÖLAKIA TULISI UUDISTAA</b> .....	<b>22</b>
<b>4.1 TAVOITTEIDEN JA KEINOJEN MÄÄRITTÄMINEN HELPOTTAA UUDISTAMISTA</b> .....	<b>20</b>
<b>4.2 PERIMMÄINEN TEHTÄVÄ: YRITYSTOIMINNAN TUKEMINEN</b> .....	<b>23</b>
<b>4.3 MITEN YHTIÖOIKEUDEN AVULLA PARHAITEN TUETAAN YRITYSTOIMINTAA ?</b> .....	<b>22</b>
4.3.1 <i>Joustavuus</i> .....	22
4.3.2 <i>Tahdonvaltainen sääntely ja sopimusvapaus</i> .....	23
<i>Tahdonvaltaiset ja pakottavat säännökset</i> .....	24
<i>Miksi ja minkälaista tahdonvaltaista sääntelyä</i> .....	25
<i>Milloin pakottavaa sääntelyä?</i> .....	26
<i>Tahdonvaltaisen sääntelyn käyttöala yhtiötyypin mukaan</i> .....	27
<i>Mitä tahdonvaltaisen sääntelyn ja sopimusvapauden lisääminen voisi merkitä</i> .....	28
4.3.3 <i>Nojautuminen yleisiin periaatteisiin</i> .....	27
4.3.4 <i>Muotovaatimusten kriittinen arviointi</i> .....	28
4.3.5 <i>Tehokas ja edullinen oikeussuoja- ja seuraamusjärjestelmä</i> .....	28
<i>Sääntelyn tiukkuuden suhde oikeussuojaan</i> .....	30
<i>Voimassa oleva laki ja viimeaikainen kehitys</i> .....	31
<i>Oikeussuojamekanismin kehittäminen</i> .....	33
<i>Seuraamusjärjestelmä</i> .....	34

4.3.6	Säätelytekniikka.....	32
4.3.7	Kansainvälistyminen .....	33
4.3.8	Tekninen kehitys.....	34
4.3.9	Yhteenvedo .....	34
<b>5.</b>	<b>UUDISTUKSEN TOTEUTTAMINEN.....</b>	<b>36</b>
5.1	TOTEUTUKSELLE ASETETTAVAT VAATIMUKSET.....	36
5.2	USEITA OSITTAISUUDISTUKSIA VAI KOKO LAIN UUDISTAMINEN KERRALLA ? .....	36
5.3	KIRJOITTAMISTAVASTA.....	38
5.4	UUDISTUSTYÖN ORGANISOINTI .....	38
	Aikataulu .....	41
	Organisaatio ja avoimuus.....	42
<b>LIITE 1:</b>	Säätelyn yksityiskohtainen muutostarve <b>VIRHE. KIRJANMERKKIÄ EI OLE MÄÄRITETTY.</b>	
<b>LIITE 2:</b>	Osakeyhtiölainsäädännön muutoshankkeet muissa maissa.....	54
<b>LIITE 3:</b>	Oikeusministeriölle toimitetut selvitys- ja muutosehdotukset .....	58
<b>LIITE 4:</b>	Tahdonvaltaisuus osakeyhtiösäädännön lähtökohtana - taloudellinen perusta ja rajoitukset .....	<b>VIRHE. KIRJANMERKKIÄ EI OLE MÄÄRITETTY.</b>
<b>LIITE 5:</b>	Osakeyhtiön jakokelpoisesta voitosta.....	<b>VIRHE. KIRJANMERKKIÄ EI OLE MÄÄRITETTY.</b>
<b>LIITE 6:</b>	Pakkoselvitystiläsäätelyn suhteesta maksukyvyttömyyssäätelyyn	<b>VIRHE. KIRJANMERKKIÄ EI OLE MÄÄRITETTY.</b>
<b>LIITE 7:</b>	Riidanratkaisu .....	<b>VIRHE. KIRJANMERKKIÄ EI OLE MÄÄRITETTY.</b>
<b>LIITE 8:</b>	Osakeyhtiölaki ja arvopaperimarkkinat .....	<b>VIRHE. KIRJANMERKKIÄ EI OLE MÄÄRITETTY.</b>
<b>LIITE 9:</b>	Toimeksianto.....	138

## YHTEENVETO

### *Kokonaisuudistuksen avulla joustavampi ja selkeämpi osakeyhtiölaki*

Osakeyhtiölain kokonaisuudistuksen avulla voidaan vastata yhtiöiden toimintaympäristön muutoksen yhtiöoikeudelle asettamiin haasteisiin. Tämä edellyttää uudistuksen toteuttamista siten, että tuloksena on joustavampi, yhtiöille monipuolisemmat toimintamahdollisuudet takaava laki. Näin parannetaan sekä suurten että pienten yhtiöiden toimintaedellytyksiä, kilpailukykyä ja kykyä työllistää. Lain joustavoittaminen merkitsisi myös sitä, että se kestäisi paremmin mahdollisesti nopeutuvan toimintaympäristön muutoksen. Uudistuksessa osakeyhtiölakia voidaan selkeyttää, mikä helpottaa erityisesti pienten yhtiöiden toimintaa.

### *Yhtiöoikeuden haasteet*

Maailmankaupan ja sijoitustoiminnan vapautuminen on merkinnyt yhtiöiden välisen kilpailun kiristymistä ja nostanut sääntelyn yhdeksi kilpailutekijäksi. Muuttuneet olosuhteet on huomattu useissa valtioissa. Niinpä oikeastaan kaikkien eri maissa vireillä olevien merkittävien osakeyhtiölain uudistamishankkeiden keskeisenä teimana on yhtiöiden ja yhtiöoikeuden kilpailukyky.

Rahoitusjärjestelmän muuttuminen pankkikeskeisestä markkinaehtoiseksi on olennaisesti muuttanut yhtiöiden toimintaolosuhteita. Markkinaehtoinen rahoitusjärjestelmä merkitsee lisääntyvässä määrin rahoituksen hankkimista suoraan markkinoilta, omistuksen hajautumista, sijoitusten hajauttamista ja osakkeen pörssikurssin merkityksen korostumista yhtiöissä tehtyjen ratkaisujen arvioinnissa. Sijoittajien intressi kohdistuu sijoitusten hajauttamisen takia markkinoiden toimintaan kokonaisuudessaan, eikä niinkään yksittäisen yhtiön yksittäiseen päätökseen. Eläkevarojen sijoittaminen markkinoille sekä vakuutus- ja rahastosäästämisen suosion kasvu myös osaltaan merkitsevät sitä, että kaikkien yhtiöiden toimintaedellytysten parantaminen on myös yksittäisen kansalaisen kannalta olennaista.

Julkisten osakeyhtiöiden osakkaat ovat aikaisempaa useammin vähemmistöosakkaita. Samalla pörssikurssi on keskeinen tekijä yritysjohton positiivisissa (kannustuspalkkaus) ja negatiivisissa (työpaikan menetys) kannustimissa. Tämä pakottaa ottamaan vähemmistöosakkaat huomioon päätöksenteossa. Samaan suuntaan vaikuttaa voimakkaiden ja herkästi liikkuvien ulkomaisten sijoittajien suuri merkitys. Jatkovasti määräytyvä pörssikurssi merkitsee myös sitä, että yrityksellä ja sidosryhmillä on käytettävissään tieto osakkeen markkinahinnasta, jolloin esimerkiksi omien osakkeiden hankinta tai suunnattu osakeanti voidaan toteuttaa markkinahinnalla, osakkaiden asemaa loukkaamatta. Rahoitusmarkkinoiden muutos näyttäisi siten parantavan vähemmistöosakkaan asemaa ja helpottavan tiettyjen yhtiöoikeudellisten menettelyjen oikeudellista arviointia.

Markkinaehtoinen ja kansainvälistynyt rahoitusjärjestelmä lisää yhtiöoikeudellisen muuntelun tarvetta. Rahoitusinstrumentit toimivat entistä enemmän yhtiöoikeudellisen järjestelmän piirissä, eivätkä lainarahoituksen tapaan sopimusjärjestelyinä.

Kansainvälinen kilpailu sijoituksista pakottaa yhtiöt tarjoamaan monipuolisia riskin ja tuoton yhdistelmiä sijoittajille sekä optimoimaan rahoitusrakenteensa. Markkinakeskeinen rahoitusjärjestelmä vaikuttaa myös pienten osakeyhtiöiden rahoitukseen. Erilaisten riskisijoituksia tarjoavien instituutioiden määrä lisääntyy. Pienten yhtiöiden rahoituksessa yhtiökohtaisten rahoitusjärjestelyjen muuntelun tarve voi suurista riskeistä johtuen olla suurempikin kuin noteeratuissa yhtiöissä.

Pienet yritykset ovat aikaisempaa enemmän siirtyneet osakeyhtiömuodon käyttöön. Tämän tulisi näkyä myös yhtiöoikeudellisessa sääntelyssä. Erityisesti sääntelystä aiheutuvien kustannusten - sekä välittömien hallinnointikustannusten että erilaisten selonotto- ja epävarmuuskustannusten - tulisi olla mahdollisimman pieniä, koska kustannukset kohdistuvat pieniin yhtiöihin suuria yhtiöitä suhteellisesti korkeampina.

Informaatioteknologian kehittyminen vaikuttaa myös yhtiöoikeudelliseen sääntelyyn. Tiedonsiirtoon ja yhteydenpitoon yhtiön, osakkaiden ja sidosryhmien välillä on tuonut uudenlaisia mahdollisuuksia. Toisaalta kansainvälistyminen asettaa paineita näiden menettelyjen käyttöönotolle. Toistaiseksi ei ole nähtävissä, vaikuttaako reaaliaikainen tiedonvälitys ja kommunikaatio laajemminkin yhtiöoikeudellisiin perusratkaisuihin.

Yhtiöiden oikeudellinen toimintaympäristö on muuttunut. Nykyisen osakeyhtiölain voimaantulon jälkeen on esimerkiksi laadittu arvopaperimarkkinalainsäädäntö ja olennaisesti kehitetty insolvenssilainsäädäntöä. Oikeudenkäynteihin liittyvä kuluriski on kasvanut. Nämäkin tekijät on otettava huomioon yhtiöoikeudessa.

Kansainvälistyminen, yritysten kilpailuasetelma, rahoitusjärjestelmässä tapahtuneet muutokset ja teknologian kehitys näyttäisivät merkitsevän uusien osakeyhtiölain muutostarpeiden nopeutuvaa esiintuloa. Keskeinen yhtiölainsäädäntöön vaikuttava muutostekijä näyttäisi olevan sääntelyn tarpeeseen vaikuttava yritysten toimintaympäristön nopea muutos.

### *Uudistuksen suuntaviivat*

Yhtiöoikeudellisen sääntelyn tavoitteena tulisi olla yritysten toimintaedellytysten turvaaminen. Tämä merkitsee samalla vähemmistöosakkaiden ja velkojien aseman asianmukaista huomioon ottamista, koska näiden ryhmien kannalta toimimattomien järjestelyjen kustannukset jäävät tavanomaisessa tapauksessa yhtiön itsensä kannettavaksi. Erityiset yhteiskunnalliset suojaintressit ovat nykyiseen tapaan tehokkaimmin järjestettävissä erityislainsäädännössä, kuten vero-, ympäristö- ja työlainsäädännössä.

Yhtiöoikeuteen kohdistuvat muutospainet näyttävät edellyttävän sääntelyn joustavoittamista, jotta yhtiöt voivat järjestää toimintansa mahdollisimman tehokkaasti. Sääntelyn joustavuuden puolesta puhuvat kilpailun tuoma tehokkuusvaatimus, rahoitusmarkkinoiden muuttuvat vaatimukset, yritysten jatkuva rakennemuutos, äärimmäisen vaihtelevan yritystoiminnan harjoittaminen osakeyhtiömuodossa sekä pienten yhtiöiden yhtiöoikeudellisen muuntelun tarve.

Joustava sääntely voidaan saavuttaa laajentamalla sopimusvapautta, lisäämällä tahdonvaltaista sääntelyä pakottavan sääntelyn kustannuksella, nojautumalla osakeyhtiöoikeuden yleisiin periaatteisiin ja pyrkimällä jälkikäteisten oikeussuojakeinojen käyttämiseen. Joustavoittaminen merkitsee muutosäännösten ja yksittäistapauksellisen

sääntelyn uudelleenarviointia.

Tahdonvaltainen taustasääntely antaa yhtiöille mahdollisen joko jättäytyä lainsäädännön pääsääntöjen varaan tai määrätä tietyistä yksityiskohdista näistä poiketen. Tahdonvaltainen taustasääntely on hyödyllinen erityisesti pienten yhtiöiden kannalta, koska nämä voivat tukeutua lain säännöksiin, eikä synny tarvetta yhtiöjärjestyksessä määritellä yhtiön toimintaperiaatteita. Samalla kuitenkin säilyy mahdollisuus yhtiökohtaisiin erityisratkaisuihin. Yleisiin periaatteisiin nojautuminen mahdollistaa yksityiskohtaisten muotomääräysten vähentämisen, mikä puolestaan helpottaa yhtiöiden toimintaa.

Sääntelyn joustavoittamiseen liittyy olennaisena tekijänä oikeussuojajärjestelmä. Ennakollisesta oikeussuojasta (kiellot, muotovaatimukset) jälkikäteiseen oikeussuojaan siirtyminen (riidanratkaisu tuomioistuimessa, muu riidanratkaisu, lunastusmenettelyt) on keskeinen tapa lisätä sääntelyn joustavuutta. Oikeussuojajärjestelmän toimivuus on samalla edellytys joustavamman sääntelyn omaksumiselle. Jos yhtiöoikeudellinen muuntelu lisääntyy ja sääntely perustuu nykyistä enemmän yleisille periaatteille, saattaa vähemmistöosakkaiden ja velkojien tosiasiallinen mahdollisuus päästä oikeuksiinsa vaikeutua, varsinkin kun otetaan huomioon oikeudenkäynteihin liittyvä kuluriski. Tämä on erityisen merkittävä kysymys pienissä osakeyhtiöissä, joissa osakkaiden suojana ei ole toimivaa markkinamekanismia.

Oikeussuojajärjestelmää voidaan kehittää keskittämällä juttuja tiettyihin tuomioistuihin ja laajentamalla vaihtoehdoisen riidanratkaisun käyttöä (yhtiöoikeudellinen lautakunta, välimiesoikeudet, muut). Yhtiöoikeudellisessa sääntelyssä voidaan kehittää esimerkiksi lunastusmenettelyjä, yhtiön lukuun ajettavia kanteita koskevia säännöksiä ja todistustaakkasäännöksiä. Sääntelyn joustavoittaminen merkitsee vahingonkorvauksen nostamista nykyistäkin hallitsevammin pääasialliseksi seuraamukseksi lain tai yhtiöjärjestyksen rikkomisesta. Muut seuraamukset, kuten pätemättömyys tai rikosoikeudelliset seuraamukset, sisältävät vaaran siitä, että kaikkien sidosryhmien kannalta hyödylliset toimenpiteet jäävät tekemättä.

Joustavalle sääntelylle voitaisiin asettaa tavoitteeksi, että toimenpide, joka ei loukkaa kenenkään oikeutta, voidaan toteuttaa osakeyhtiölain sitä estämättä. Nykyään tällainen toimi voi estyä kiellon, muotomääräyksen tai epämääräisen sanktion vuoksi. Toisena tavoitteena tulisi olla se, että kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla tunnetut rahoitukseen liittyvät instrumentit ja menettelyt ovat myös suomalaisten yhtiöiden käytettävissä. Kolmas tavoite liittyisi pienten yhtiöiden asemaan: näiden tulisi voida järjestää toimintansa mahdollisimman kustannustehokkaalla tavalla.

Joustavampi sääntely voisi käytännössä merkitä esimerkiksi

- yleisten periaatteiden kirjaamista lakiin,
- erilaisten muotomääräysten vähentämistä,
- määräänemmistöosäännösten keventämistä tai muuttamista tahdonvaltaiseksi,
- vähemmistösuojasääntelyn muuttamista tahdonvaltaiseen suuntaan, sekä
- sitä, ettei yritysten tarvitse toimintaympäristön muuttuessa jäädä odottamaan lain mahdollista muuttumista.

Uudistuksen yksi keskeinen teema olisi sääntelyn selkeyttäminen. Nykyisen yhtiöoikeudellisen sääntelyn yhtiöille aiheuttamien kustannusten on katsottu olevan lähinnä erilaisia epävarmuus- ja selvityskustannuksia. Erityisesti pienten yhtiöiden



kannalta on tärkeätä, että sääntelystä aiheutuu mahdollisimman vähän kustannuksia.

Sääntelyn selkeyttämiseen liittyvänä tavoitteena tulisi olla, että ainakin pienyrittäjän lähin neuvonantaja, esimerkiksi tilitoimisto, pystyisi antamaan yrittäjälle luotettavaa tietoa lain asettamista vaatimuksista ja antamista mahdollisuuksista.

Selkeämpi sääntely voitaisiin toteuttaa esimerkiksi siten, että

- käytetyimmät säännökset olisivat lain ja lukujen alussa,
- yleiset periaatteet näkyvät laista,
- viittaustekniikka harkitaan uudelleen,
- esitystekniikka, kuten otsikoinnit, tehdään mahdollisimman informatiiviseksi, ja
- sääntelyä arvioidaan pienten yhtiöiden kannalta.

Sääntelyn selkeyttäminen ei sinänsä merkitse sääntelyn määrän vähentämistä. Säännösten vähyys tuo lisää yhtiöjärjestyksessä tai muussa sopimuksessa määriteltäviä asioita. Suhteellisen kattava, mutta tahdonvaltainen sääntely on pienten yhtiöiden toiminnan kannalta tehokkain ratkaisu.

Uutta teknologiaa tulisi voida käyttää erilaisten tiedonantojen toimittamiseen (kokouskutsut, valtuutukset yms.). Yhtiökokouksiin osallistumisen pitäisi olla mahdollista videoyhteyksien ja tietoverkon avulla. Selvitettävä kysymys on, voidaanko yhtiöiden asiakirjat laatia yksinomaan sähköisessä muodossa. Tällä hetkellä on epäselvää, voiko kommunikaation tehostuminen vaikuttaa esimerkiksi yhtiökokouksen asemaan yleisemminkin tai niihin menettelyihin, joita yhtiön päätöksentekoon liittyy.

Uudistuksessa tulisi kiinnittää erityistä huomiota oikeudellisen toimintaympäristön muutokseen. Arvopaperimarkkinoiden sääntely tulisi kahdenkertaisen sääntelyn välttämiseksi ottaa huomioon esimerkiksi osakeyhtiölain listattuja yhtiöitä koskevissa tiedonantosäännöksissä. Oikeudenkäynteihin liittyvä kustannusriski on noussut tavalla, joka voi vaikuttaa yhtiöoikeudellisen oikeussuojajärjestelmän toimivuuteen ja siten vähemmistöosakkaiden ja velkojen asemaan. Erityisesti pienissä yhtiöissä olisi pyrittävä menettelyihin, joilla tämän riskin merkitystä voitaisiin vähentää. Insolvenssilainsäädännön kehitys voi vähentää pakkoselvitystilaa koskevan sääntelyn merkitystä. Samaan suuntaan vaikuttaa se, ettei yhtiöiden taseisiin merkityllä varallisuudella ole varsinkaan realisaatiotilanteessa samaa merkitystä kuin aikaisemmin.

Muistion liitteenä on luettelo sellaisista osakeyhtiölain yksityiskohtaisista muutostarpeista, joita ei kattavasti käsitellä itse muistiossa. Tällaisia ovat muun muassa vastuukysymykset sekä vähimmäisosakepääomaan ja pakkoselvitystilaan liittyvät kysymykset. Muistion liitteeksi on otettu asiantuntijamuistioita eräistä sääntelyn keskeisistä osa-alueista.

#### *Uudistuksen toteuttaminen*

Muistiossa ehdotetaan osakeyhtiölain kokonaisuudistuksen käynnistämistä. Kokonaisuudistuksen toteuttamisen helpottamiseksi uudistuksen tavoitteet ja keinot tulisi määrittää mahdollisimman pitkälle jo hankkeen käynnistysvaiheessa. Toinen vaihtoehto on toteuttaa uudistuksia pienempinä kokonaisuuksina. Jälkimmäisessä vaihtoehdossa ei kuitenkaan voida olennaisella tavalla puuttua sääntelyn pakottavuuteen eikä lain kirjoittamistapaan.

Kokonaisuudistuksenkin aikana on toteutettava kiireellisiä osittaisuudistuksia, jotta

yhtiölainsäädännön kehitys ei pysähtyisi laajan uudistuksen ajaksi.

Uudistuksen voimaansaattaminen kestää vähintään neljä vuotta hankkeen käynnistämisestä. Esimerkiksi valmistelun aikana järjestettävät, tiettyjä kysymysryhmiä koskevat lausuntomenettelyt saattavat kuitenkin venyttää aikataulua. Uudistus vaatii ainakin kahden henkilön täysimääräisen työpanoksen sekä riittävästi varoja erillisten selvitysten tilaamiseen.

## ARVIO OSAKEYHTIÖLAIN KEHITTÄMISESTÄ

### 1. OSAKEYHTIÖOIKEUDELLISEN SÄÄNTELYN MERKITYS

#### 1.1 Osakeyhtiölain tehtävät

Osakeyhtiön etuna muihin yritystoiminnan muotoihin nähden on perinteisesti pidetty sen soveltuvuutta pääoman keräämiseen. Osakeyhtiömuotoon Suomessa ja muissa markkinatalousmaissa liitetyt ominaisuudet, erityisesti osakkeenomistajan rajoitettu vastuu yhtiön veloista, marka ja ääni -periaate, omistusosuuden perusteella määräytyvä oikeus yhtiön nettovarallisuuteen (voittoon) ja osakkeen luovutuskelpoisuus, ovat sijoittajien kannalta houkuttelevia. Suurimuotoisessa yritystoiminnassa osakeyhtiö onkin hallitseva yhteisömuoto ilmeisesti kaikissa markkinatalousmaissa.

Osakeyhtiöön liitetyt ominaisuudet näyttäisivät olevan hyödyllisiä kaikenlaisessa yritystoiminnassa. Pääomia edellyttävän laajamittaisen yritystoiminnan ohella osakeyhtiömuoto sopii myös pienimuotoiseen yritystoimintaan. Suomessa kehitys näyttäisi johtavan siihen, että osakeyhtiö on selvästi merkittävin yhtiömuoto kaiken kokoisessa yritystoiminnassa.

Osakeyhtiölaissa säännellään muun muassa osakeyhtiöiden perustaminen ja lopettaminen, osakeyhtiöön liittyvät varallisuussuhteet, osakkaiden, velkojien ja johdon valta- ja vastuusuhteet sekä yhtiörakenteiden muuttaminen. Osakeyhtiölailla on keskeinen merkitys muun muassa varainhankinnan (oman ja vieraan pääoman ehtoinen rahoitus) sekä yritys rakenteiden muuttamisen (sulautumiset ja jakautumiset) kannalta: laki määrittää muun muassa valittavissa olevat mahdollisuudet ja niihin liittyvät muotomääräykset. Osakeyhtiölaki ja siihen liittyvä lainsäädäntö muodostavat kokonaisuuden, joka määrittää yhtiöön varojaan tai työpanostaan sijoittavan henkilön sijoitukseen liittyvän riskin ja sijoituksen tuoton määräytymisen perusteet. Varsinkin rahoitusinstrumenttien, kuten esimerkiksi moni- ja vähä-äänisten osakkeiden, etuosakkeiden, pääomalainojen, vaihtovelkakirjojen ja tavallisten lainojen osalta osakeyhtiölain voidaan katsoa muodostavan standardisopimuksen, jonka perusteella sijoituksen tuotto ja riski pitkälti määräytyvät.

Suomessa osakeyhtiölain tehtäväksi on perinteisesti katsottu yhtiöoikeudellisten suhteiden sääntely. Muun muassa ympäristö-, työ-, insolvenssi- ja vero-oikeudelliset kysymykset on katsottu voitavan tarkoituksenmukaisimmalla tavalla ratkaista näitä aloja koskevassa erityissääntelyssä. Sama käytäntö on omaksuttu suurimmassa osassa markkinatalousmaita.

Vaikka yritystoiminnan menestyksen keskeiset tekijät liittyvät markkinoihin ja yrityksen liiketoimintaan, on myös yrityksen toimintaa määrittävällä lainsäädännöllä merkitystä yritysten menestymisen kannalta. Lainsäädännön merkitys korostuu markkinoiden muuttuessa kansainvälisiksi: kansainvälistyvässä maailmassa on mahdollista, että erimaalaiset yritykset eivät enää toimikaan tältä osin yhdenmukaisin edellytyksin. Näin osakeyhtiöoikeudellisella sääntelyllä on merkitystä myös osakeyhtiömuotoisen

liiketoiminnan kansainvälisen kilpailukykyyn kannalta.

## 1.2 Osakeyhtiöoikeuden merkitys yrityksen toimintaedellytyksille

Osakeyhtiölainsäädännön tai yleisemmin osakeyhtiöoikeuden merkitystä yritysten toimintaedellytyksille ja samalla kansantaloudelle on vaikea mitata. Sama mittaamisongelma koskee kaikkea siviilioikeudellista lainsäädäntöä.

Osakeyhtiöoikeuden merkityksestä yritysten toimintaedellytysten määrittäjänä voidaan esittää arvioita. Useissa maissa näyttäisi vallitsevan käsitys, jonka mukaan yhtiöoikeudelliset sääntelyratkaisut vaikuttavat yritysten kilpailukykyyn suhteessa muunmaalaisiin yrityksiin. Esimerkki tällaisesta ajattelusta on Iso-Britannian Labour-hallituksen käynnistämä osakeyhtiölakiuudistus, jonka otsikkona on "Modern Company Law for a Competitive Economy". Vastaavia yritysten kilpailukykyyn liittyviä uudistushankkeita on vireillä useissa muissakin maissa. Yhtiöoikeuden merkitys taloudellisen kehityksen kannalta näkyy esimerkiksi siinä työssä, jota OECD on viimevuosina yhtiöoikeuden alalla tehnyt. Suomessa asiaan on kiinnitetty huomiota esimerkiksi Keskuskauppakamarin Sijoituspaikkana Suomi - selvityksessä ja eräissä valtionhallinnon piirissä tehdyissä kilpailukyky selvityksissä.

Osakeyhtiöoikeuden merkitykseen yritysten toimintaedellytysten kannalta on viitattu useissa akateemisissa tutkimuksissa ja oikeustieteellisessä kirjallisuudessa. Tutkimuksessa on jo pitkään pyritty määrittämään tehokkaan yhtiöoikeudellisen järjestelmän ominaispiirteitä. Yritysten erilaisen omistus- ja rahoitusrakenteen yhtäältä Yhdysvalloissa sekä toisaalta Euroopassa ja Japanissa on selitetty johtuvan sääntelyjärjestelmän eroista. Yhdysvalloissa on julkaistu laajalti aineistoa, jossa on pyritty analysoimaan Delawaren osavaltion yhtiöoikeudellisen lainsäädännön ja muun yhtiön toimintaan liittyvän infrastruktuurin merkitystä osavaltion menestykseen yritysten kotipaikan sijoittumista koskevassa kilpailussa. Delawaren yhtiöoikeudellista järjestelmää pidetään yleisesti yrityksen toimintaedellytysten kannalta parhaana ainakin listattujen yhtiöiden kannalta, minkä takia jopa puolet yhdysvaltalaisista merkittävässä pörsseissä noteeratuista yhtiöistä ovat valinneet kotipaikakseen tuon osavaltion.

Yritysten toimintaedellytysten kannalta on kiinnostava myös laajemmin yhtiöoikeuteen ja osakkaiden oikeussuojakeinoihin liittyvä kansainvälinen vertailu vähemmistöosakkeenomistajien oikeuksien erojen merkityksestä (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer ja Vishny, Law and Finance 1998), jota Timonen on laajasti selostanut (Corporate Governance: instituutiot ja lainsäädännön merkitys, Helsinki 2000). Timosen mainitussa teoksessa tekemä johtopäätös on, että lainsäädäntö vaikuttaa yritysten kustannuksiin sekä sitä kautta edelleen yritysten suoritus- ja kilpailukykyyn ja kansallisen elinkeinotoiminnan kilpailukykyyn.

Suomessa on aina katsottu yhtiöoikeudellisella sääntelyllä olevan keskeinen merkitys taloudellisen toiminnan edellytysten kannalta. Voimassa olevan osakeyhtiölain esitöissä tämä näkökulma tulee selkeästi esille (esim. HE 27/1977). Esitöissä sääntelyn ajantasaisuuden katsotaan olevan yhteiskunnan kannalta ensiarvoisen tärkeää. Samalla yhteiskunnalla katsotaan olevan erityinen vastuu siitä, ettei yritystoimintaa haittaa lainsäädännön vanhentuneisuudesta johtuvat puutteet.

### 1.3 Osakeyhtiöiden merkitys Suomessa

Osakeyhtiömuoto on merkitykseltään ylivoimainen muihin yritystoiminnan muotoihin nähden, mukaan lukien omissa nimissä (ammatin- tai liikkeenharjoittajana) toimiminen. Suomalaisen yritystoiminnan liikevaihdosta 88,3 prosenttia tuotetaan osakeyhtiöissä (Tilastokeskus: Suomen yritykset 1998). Vuonna 1998 kaikkien yritysten työllistämästä henkilökunnasta 83 prosenttia työskenteli osakeyhtiöissä. Myös toimivien yritysten lukumäärään perustuvassa vertailussa osakeyhtiö on merkittävin yritystoiminnan muoto: vuonna 1998 41,8 prosenttia kaikista yrityksistä oli osakeyhtiöitä. Kaikkien rekisteröityjen osakeyhtiöiden mukaan lukeminen nostaisi osakeyhtiöiden osuuden noin kahteen kolmasosaan kaikista yrityksistä.

Viimeisen kymmenen vuoden aikana tapahtunut kehitys liikevaihdossa ja henkilöstön jakautumisessa näyttäisi osoittavan, että osakeyhtiön merkitys yritysmuotona jatkuvasti kasvaa. Osakeyhtiöiden osuus kaikkien yritysten henkilöstöstä on noussut vuosien 1991 ja 1998 välillä 68,2 prosentista 83 prosenttiin ja osuus liikevaihdosta 75,3 prosentista 88,3 prosenttiin.

Osakeyhtiömuodon merkitystä kansantaloudessa voidaan yrittää kuvata eri tavoin. Esimerkiksi osakeyhtiömuodossa tuotetun liikevaihdon kokonaismäärä vuonna 1998 oli noin 1 116 miljardia markkaa. Osakeyhtiöiden osakkeiden arvosta voidaan saada vain summittaisia tietoja. Helsingin Arvopaperipörssissä noteerattujen osakkeiden yhteenlaskettu markkina-arvo oli vuoden 1999 lopussa noin 2 075 miljardia markkaa (Helsinki Exchanges Group Ltd Oy:n vuosikertomus v. 1999).

Verotustietojen mukaan yritysten verotettava tulo (mukaan lukien liikkeen- ja ammatinharjoittajat) oli vuonna 1998 noin 137 miljardia markkaa, joista osakeyhtiöiden osuus oli noin 106 miljardia markkaa (Elinkeinoverotilasto vuodelta 1998, Verohallitus). Osakeyhtiöiltä maksuunpannut verot ja veronluonteiset maksut olivat samana vuonna noin 25 miljardia markkaa, joka on noin 72 %:ia kaikilta yrityksiltä perityistä veroista ja maksuista.

Pienten osakeyhtiöiden osuus kaikista osakeyhtiöistä on merkittävä. Vuoden 1998 verotustietojen mukaan noin 97 000:sta osakeyhtiöstä, joiden tiedot verohallinnolla on käytettävissä, noin 55 000:n liikevaihto oli alle miljoona markkaa (57 %). Suuret osakeyhtiöt muodostavat kuitenkin valtaosan kokonaisliikevaihdosta. Verohallinnon tietojen mukaan 613 osakeyhtiötä, joiden liikevaihto oli yli 240 miljoonaa markkaa, tuottivat 62 prosenttia osakeyhtiöiden kokonaisliikevaihdosta.

Erityisiä tilastoja nimenomaan pienten osakeyhtiöiden painoarvon kehittymisen osalta ei ole käytettävissä. Tilastoaineistosta voi kuitenkin päätellä, että perinteinen pienimuotoinen yritystoiminta on jossakin määrin siirtymässä osakeyhtiömuotoiseksi. Tätä voidaan perustella pienimuotoisen yritystoiminnan liikevaihto- ja työllistävyysosuuden hienoisella kasvulla 1990-luvulla sekä luonnollisena henkilönä ja henkilöyhtiössä toimimisen merkityksen jatkuva väheneminen tuona aikana. Esimerkiksi yritysten kokonaisliikevaihdosta nämä yritystoiminnan muodot muodostivat vuonna 1992 yhteensä 13,8 %, mutta vuonna 1998 enää 7 %.

### 1.4 Yhteenvedo

Osakeyhtiö näyttäisi tilastotietojen valossa olevan selvästi tärkein liiketoiminnan harjoittamisen muoto Suomessa. Osakeyhtiömuodon suosio on jatkuvasti lisääntynyt liikevaihdon, työllistävyyden ja yritysten lukumäärän perusteella mitattuna, eikä ole syytä epäillä tämän kehityksen pysähtyvän. Vaikka suurten yhtiöiden merkitys esimerkiksi kokonaisliikevaihdon perusteella arvioiden on selkeästi pieniä osakeyhtiöitä suurempi, muodostavat pienet yhtiöt lukumääräisesti ylivoimaisesti suurimman osan kaikista osakeyhtiöistä. Tilastoista voidaan saada tukea päätelmälle, että osakeyhtiömuodon merkitys pienimuotoisen yritystoiminnan harjoittamisessa on lisääntymässä.

Erilaiset tutkimukset sekä kilpailukyvyn merkityksen korostaminen osakeyhtiölain uudistamista koskeissa hankkeissa eri maissa näyttäisivät viittaavaan siihen, että osakeyhtiöoikeudellisella sääntelyllä on merkittävä asema yritysten toimintaedellytysten määrittäjänä. Tätä kautta osakeyhtiöoikeudellisella sääntelyllä on katsottu olevan olennaisia vaikutuksia myös kansantalouden kehitykseen ja työllistämiseen.

## **2. OSAKEYHTIÖOIKEUDEN HAASTEET**

### **2.1 Rahoitusmarkkinoiden muuttuminen**

Suomalaisten osakeyhtiöiden rahoitus perustuu nykyään erilaisille lähtökohdille kuin voimassa olevaa vuoden 1980 osakeyhtiölakia laadittaessa. Rahoitusmarkkinat ovat muuttuneet voimakkaasti myös vuonna 1997 voimaan tulleen osakeyhtiölain osittaisuudistuksen valmisteluvaiheen jälkeen.

Keskeisiä muutostekijöitä ovat olleet kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden syntyminen ja rahoitusmarkkinoiden muuttuminen markkinaehtoisiksi erotuksena pankkikeskeisistä rahoitusmarkkinoista. Siirtymään kohti markkinaehtoista rahoitusjärjestelmään ovat vaikuttaneet ainakin rahoitusmarkkinoiden, muun muassa ulkomaisen osakeomistuksen vapautuminen, kiristyvän kilpailun rahoituksen ja yritysten rahoitusrakenteen tehokkuudelle asettamat vaatimukset sekä verotusjärjestelmän muutokset.

Pankkikeskeiselle rahoitusjärjestelmälle on ominaista yhtiön rahoituksen perustuminen yhden pankin tai pankkiryhmän myöntämään rahoitukseen, yleensä pitkäaikaisiin luottoihin. Tällaisessa järjestelmässä pankeilla on merkittäviä osakkeenomistuksia, mutta omistuksen tavoitteena ei aina ole yksiomaan tuoton saanti osakkeisiin sijoitetulle pääomalle, vaan pankin muiden saatavien ja asiakassuhteiden turvaaminen. Järjestelmälle on tyypillistä pankkien yhtiöiltä olevien saatavien suuri määrä. Pankkikeskeisessä järjestelmässä yhtiöllä on tyypillisesti yksi tai muutama pääosakas, usein pankki tai sitä lähellä oleva taho. Markkinaehtoisessa järjestelmässä yhtiöt hankkivat rahoitusta suoraan pääomamarkkinoilta. Osakkeenomistus on pankkikeskeiseen järjestelmään nähden selvästi hajautuneempaa, eikä yksittäisellä osakkaalla yhtä usein ole määräävää valtaa yhtiössä.

Yritysrahoituksen markkinaehtoistuminen on merkinnyt myös arvopaperimarkkinoiden tehostumista. Yhä useammin julkisesti noteerattujen osakkeiden hinta edustaa niiden käypää arvoa. Markkinakeskeisessä järjestelmässä osakekurssi näyttäisi toimivan yhtiön johdon toiminnan arvioinnin keskeisenä välineenä. Osakekurssi vaikuttaa yhtäältä johdon vaihtamisen todennäköisyyteen ja toisaalta erilaisten kannustinjärjestelmien kautta

johdon tuloihin.

Markkinaehtoisessa järjestelmässä sijoittajat näyttäisivät hajauttavan sijoituksensa verrattain tehokkaasti. Tällöin yhteen yhtiöön tehtyjen sijoitusten merkitys ei ole ratkaiseva, vaan keskeistä on markkinoiden toimivuus kokonaisuutena. Markkinoiden kokonaistehokkuuteen pyrkiminen on myös käytännöllisesti katsoen kaikkien yksityisten kansalaisten etujen mukaista, koska merkittävä määrä kansalaisten eläkevaroja on ainakin välillisesti sijoitettu esimerkiksi pörssiosakkeisiin. Samaan suuntaan vaikuttaa lisääntynyt rahasto- ja vakuutuslajoittaminen. On ajateltavissa, että yhteiskunnallinen intressi ei noteeratuissa yhtiöissä enää samalla tavalla kohdistu yksittäisen yhtiön osakkeiden arvoon, vaan markkinoiden toimivuuteen kokonaisuudessaan. Markkinoiden kokonaistehokkuuden korostaminen saattaa yhtiöoikeuden näkökulmasta merkitä sitä, että markkinoiden toimivuus katsotaan aikaisempaa tärkeämmäksi ja yksittäisen osakkaan yksittäisen sijoituksen turvaamisen suhteellinen merkitys vähenee. Tämä saattaa esimerkiksi puoltaa päätöksenteon muotovaatimusten helpottamista.

Sijoittajat eivät näyttäisi mielellään sijoittavan monitoimialayhtiöihin, vaan haluavat määritellä sijoitustensa jakautumisen eri toimialoille itsenäisesti. Tämäkin on ajanut yhtiöt järjestelmään rakenteitaan uudelleen. Yhtiöoikeuden kannalta kehitys merkitsee rakennejärjestelyjä, kuten sulautumista, jakautumista ja yritysvaltauksia, koskevan sääntelyn merkityksen kasvamista. Tarve näiden menettelyjen joustavaan ja nopeaan toteuttamiseen kasvaa.

Rahoitus- ja omistusjärjestelmien muutoksella on merkitystä yhtiöoikeudellisten valta- ja vastuusuhteiden kannalta. Yhtiön osakkaiden ja johdon välinen suhde muuttuu, kun rahoitus tapahtuu suoraan markkinoilta ja omistus hajautuu. Osakkeenomistajan keskeinen sijoituksen hallintamenetelmä on osakkeiden myyminen: osakas voi myydä osakkeensa ollessaan tyytymätön johdon suoritukseen. Osakkeiden myynti on omiaan alentamaan osakekurssia, mikä puolestaan asettaa yhtiön johdon aseman ja usein tulotkin vaakalaudalle. Markkinaehtoiseen rahoitusjärjestelmään liittyvä hajautuneempi omistus asettaa yhtiön johdolle erityisen kannustimen osakkeen arvon ja samalla vähemmistöosakkaiden aseman huomioon ottamiseen. Hajautuneen omistuksen järjestelmässä äänivallan käyttäminen ei yleensä ole järkevää, koska se aiheuttaa kustannuksia ja on tuloksiltaan epävarmaa.

Myös markkinoiden tehostumisella on merkitystä yhtiöoikeuden näkökulmasta. Julkisen kaupankäynnin kohteena olevan yhtiön osakkeelle voidaan pörssikurssin perusteella määritellä suhteellisen luotettava käypä hinta. Se on objektiivisempi kuin muut arvostusmenetelmät, koska se ei perustu vain yhden henkilön käsitykseen osakkeen arvosta. Tätä arvoa ja sen kehitystä voidaan käyttää hyväksi arvioitaessa yhtiön toimenpiteiden vaikutusta vähemmistöosakkaiden asemaan. Esimerkiksi käypään hintaan tapahtuva yhtiön omien osakkeiden hankinta, suunnattu osakeanti tai osakkeiden lunastus eivät tyypitapauksessa loukkaa yhtiön osakkaan asemaa riippumatta siitä, osallistuiko tämä menettelyyn vai ei. Jos julkisen kaupankäynnin kohteena olevan yhtiön osakekurssi antaa jatkuvasti parhaan käytettävissä olevan tiedon osakkeen käyvästä hinnasta, voi olla mahdollista keventää niitä yhtiöoikeudellisia mekanismeja, joita erilaisiin yhtiöoikeudellisiin transaktioihin on osakkaiden suojaamisen tarkoituksessa liitetty. Perinteiset yhtiöoikeudelliset suojausmekanismit, kuten erilaiset määränemistö- ja muut muotovaatimukset, vaikeuttavat usein sellaisten menettelyjen toteuttamista, joissa suhteellisen tehokkaiden markkinoiden olemassaolo pitkälti takaisi osakkaiden oikeuksien suojaamisen.

Jatkuva listatun yhtiön osakkeen käyvän hinnan määrittäminen saattaa vaikuttaa esimerkiksi seuraavien toimenpiteiden yhtiöoikeudelliseen käsittelyyn:

- moniosakelajisessa yhtiössä vain yhteen osakelajiin kuuluvien omien osakkeiden hankinta markkinoilta markkinahintaan,
- suunnattu osakeanti markkinahintaan, sekä
- osakeanteihin ja -hankintoihin liittyvät markkinatakausmenettelyt.

Edellä on käsitelty muutostekijöitä lähinnä julkisen kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden näkökulmasta. Rahoituksen markkinaehtoistuminen vaikuttaa kuitenkin myös listaamattomiin yhtiöihin ja osin aivan pienimpiinkin yhtiöihin. Myös näiden yhtiöiden osalta suoraan markkinoilta (ilman pankin välitystä) tuleva rahoitus on yleistynyt.

Markkinaehtoiseen rahoitusjärjestelmään näyttäisi liittyvän tarve ja mahdollisuus yhtiöoikeuden kannalta joustavampiin ja samalla monimutkaisempiin rahoitusjärjestelyihin kuin pankkikeskeisessä järjestelmässä. Tämä saattaa johtua siitä, että markkinakeskeisessä järjestelmässä sijoitukset kohdistuvat useammin suoraan yhtiön liikkeeseen laskemiin arvopapereihin, jolloin paine yhtiöoikeudelliseen muunteluun kasvaa. Pankkikeskeisessä järjestelmässä sijoittajan (pankin) suhde yhtiöön on useammin puhdas sopimussuhde, joka on sisällöltään varsin vapaasti järjestettävissä. On ajateltavissa, että markkinakeskeisessä järjestelmässä yhtiöoikeus muodostaa sijoittajan kannalta standardisopimuksen, jota tulisi voida osapuolien tarpeiden mukaan muunnella. Tarve osakeyhtiöoikeudelliseen muunteluun lisääntyy tällöin sekä listatuissa että listaamattomissa yhtiöissä. Listaamattomissa, mahdollisesti erittäinkin riskipitoisissa yhtiöissä muuntelu saattaa olla jopa tarpeellisempaa kuin listatuissa.

Yritysrahoituksen tehostuminen liittyy myös lisääntyneeseen kansainväliseen kilpailuun: yritysten toimintaa pyritään tehostamaan sen kaikilla osa-alueilla. Tämä asettaa yhtiöoikeuden järjestelmälle uusia odotuksia: sen tulisi olla kilpailukykyinen voimakkaasti kehittyvien ja kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden olosuhteissa. Toisaalta markkinoiden kehittyminen saattaa edellä esitetyllä tavalla helpottaa eräiden perinteisten yhtiöoikeudellisten ongelmien, kuten vähemmistöosakkaiden suojaamisen järjestämistä. Tämäkin kehityssuunta on pitkälti yhteneväinen sekä listatuille että listaamattomille yhtiöille.

Yhtiöoikeudellisen muuntelun lisääminen saattaisi merkitä esimerkiksi seuraavien sääntelyn osa-alueiden kehittämistä:

- rahoitusinstrumentit, erityisesti sopimusvapaus;
- rahoitusrakenteen muuttaminen, esimerkiksi omien osakkeiden hankinta ja sidotun pääoman alentaminen; sekä
- sopimusvapauden laajentaminen pakottavan vähemmistönsuojan kustannuksella.

Kehittyneet pääomamarkkinat merkitsevät myös riskinottokyvyn ja -halun lisääntymistä. Tämä saattaa näyttäytyä haluna rahoittaa yhtiötä, joka on menettänyt osakepääomansa, ja haluna harjoittaa liiketoimintaa tällaisen yhtiön kanssa. Oman pääoman vähyyteen liittyvä pakkoselvitystila voi olla riskirahoittajan, yhtiön ja koko yhteiskunnan kannalta ongelmallinen, mikäli kaikki yhtiön sidosryhmät haluaisivat jatkaa toimintaa.

Jos sijoittajien katsotaan osaavan arvioida sijoitukseen sisältyviä riskejä, tulisi arvioida uudelleen



- pakkoselvitystilaa koskeva sääntely; sekä
- osakepääoman lakisäätteistä vähimmäismäärää.

## 2.2. Kansainvälistyminen

### *Kilpailukyky*

Vuoden 1980 osakeyhtiölaki valmisteltiin ajankohtana, jolloin muun muassa valuuttasääntö ja ulkomaisen omistuksen rajoitukset tehokkaasti rajoittivat yritystoiminnan liikkuvuutta ja rajat ylittävää omistusta. Tämän jälkeen yritystoiminta on voimakkaasti kansainvälistynyt muun muassa maailmankaupan yleisen vapautumisen, Euroopan yhteismarkkinoiden ja yhtenäisvaluutta euron myötä. Omistuksen kansainvälistymistä kuvaa Helsingin arvopaperipörssin osakkeiden omistussuhteissa tapahtunut kehitys: kaikkien osakkeiden yhteenlasketusta markkina-arvosta jo noin kaksi kolmasosaa on ulkomaisessa omistuksessa.

Kansainvälistyminen on merkinnyt kilpailun kiristymistä kaikilla yrityksen toiminnan osaluilla, muun muassa rahoitustoiminnassa. Yrityksen rahoituksen optimointi on saanut aikaisempaa suuremman painoarvon, mutta toisaalta rahoitusmarkkinoiden kansainvälistyminen antaa siihen aikaisempaa huomattavasti paremmat mahdollisuudet.

Kansainvälistyminen merkitsee myös sitä, että tavanomaisesta merkittävästi poikkeavat lainsäädäntöratkaisut voivat vähentää kansainvälisten sijoittajien kiinnostusta suomalaisiin osakkeisiin. Usein on helpompaa olla sijoittamatta kuin ottaa selvää sääntelyn merkityksestä sijoitusriskin suuruuteen.

Kilpailun kiristyminen ja muuttuminen kansainväliseksi merkitsee myös sitä, että yritystoiminnan sääntely vaikuttaa kilpailuasetelmaan. Kansainvälistyminen merkitsee myös osakeyhtiöoikeuden kilpailukyvyyn uudenlaista mittaamista. Tästä johtuu se, että tehokkuus ja kilpailukyky ovat keskeisessä asemassa eri maiden yhtiöoikeuden kehittämishankkeissa. Huomion kiinnittämistä tehokkuuteen ja kilpailukykyyn ei yleensä pidetä kielteisenä asiana, vaan tehokkaamman sääntelyn katsotaan toimivan kaikkien hyväksi.

### *Kilpailu sijoituksista*

Yritystoiminnan kansainvälistyminen takia kansallisten lainsäädäntöratkaisujen yhtenä näkökulmana on niiden vaikutus yritysten sijoittautumispäätöksiin. Keskuskauppakamarin Sijoituspaikkana Suomi -selvityksen lähtökohtana on ollut, että kaupan esteiden vähentäminen helpottaa yritystoiminnan siirtymistä edullisimpaan toimintaympäristöön, myös toiseen valtioon. Selvityksessä sääntelyjärjestelmän katsotaan olennaisesti vaikuttavan toimintaympäristön edullisuuteen. Myös valtionhallinnon piirissä on toteutettu hankkeita, joissa suomalaista sääntelyjärjestelmää on pyritty arvioimaan kilpailukyvyyn ja sijoitusten suuntautumisen näkökulmasta. Kysymystä käsiteltiin myös oikeusministeriössä laaditussa yhtiölainsäädännön valmistelusuunnitelmassa (23.6.1997).

Euroopan yhteisössä valmistellaan rajat ylittäviä sulautumisia ja yhtiön kotipaikan siirtoa koskevia direktiiviehdotuksia (10. ja 14. yhtiöoikeudellinen direktiivi) sekä Eurooppayhtiötä koskevaa asetusehdotusta. Nämä hankkeet mahdollistavat osakeyhtiön

muodollisenkin siirtymisen valtiosta toiseen. Tämä merkitsee uutta haastetta Suomen kilpailukyvyille yritysten toimintaympäristönä. Tämänhetkisistä ongelmista huolimatta hankkeiden toteutuminen lähivuosina on varsin todennäköistä, koska rajat ylittävät yritysjärjestelyt ovat välttämättömiä yhtenäismarkkinoiden toimintalogiikan ja kehityksen kannalta. Yhteiseen valuuttaan siirtyminen yhtäältä edelleen vähentää yritystoiminnan kansainvälistymisen esteitä ja toisaalta lisää eri sijoittautumispaikkojen edullisuuden vertailtavuutta ja tätä kautta kilpailua. EU:ssa on jo edetty pitkälle julkisia ostotarjouksia koskevan direktiivin käsittelyssä (13. direktiivi).

Osakeyhtiöoikeudellinen sääntely tuskin koskaan voi olla tärkein kriteeri yritysten sijoittautumispäätöksissä. Toisaalta osakeyhtiöoikeudellisen järjestelmän ei tulisi olla Suomelle ainakaan kielteinen kilpailutekijä. Jos kansainvälistyminen johtaa kuitenkin siihen, että suurimmat osakeyhtiömme siirtävät toimintojaan ja mahdollisesti oikeudellisen sijaintipaikkansaakin pois Suomesta, on entistä tärkeämpää, että myös yhtiöoikeudellinen sääntely tukee uusien yhtiöiden perustamista ja niiden kehittymistä keskisuuriksi ja suu- riksi yhtiöiksi.

#### *Sääntelyn tekninen toimivuus*

Kansainvälistyminen aiheuttaa myös välittömiä sääntelyn toimivuuteen liittyviä paineita. Kansainvälisten soveltamiskysymysten takia kaikkia lain suomia mahdollisuuksia ei voida käyttää kansainvälisessä konsernissa. Tämä saattaa vaikuttaa toimintojen sijoittamiseen Suomeen. Lainsäädännön noudattamisen osalta ongelmat liittyvät osittain suoraan lain kiertämiseen ja osittain siihen, ettei lain vastaisiin toimiin voida tosiasiaassa puuttua. Monet säännöskokonaisuudet, esimerkiksi omien osakkeiden hankintaa ja yhtiökokousta koskeva sääntely, on laadittu pitäen silmällä kotimaassa toteutettavia menettelyjä.

Omistuksen kansainvälistymisen vaikutukset näkyvät erityisen selvästi yhtiökokouksia koskevassa sääntelyssä. Ulkomaisen osakkaan kannalta useat tekijät vaikeuttavat äänivallan käyttämistä osakeyhtiössä. Ongelmat äänivallan käyttämisessä vaikuttavat ulkomaisen osakkeenomistajan haluun sijoittaa suomalaisiin osakkeisiin ja siten niistä maksettavaan hintaan. Äänestysmenettelyillä saattaa olla yleisempääkin merkitystä sille kovalle, joka suomalaisista yhtiöistä muodostuu kansainvälisille sijoittajille.

## **2.3 Pienyritystoiminnan siirtyminen osakeyhtiömuotoon**

### *Pienet osakeyhtiöt pääsääntönä*

Yritysmuotoja koskevasta tilastoaineistosta on pääteltävissä, että myös pienimuotoinen yritystoiminta on entistä enemmän siirtymässä osakeyhtiömuotoon. Tämä merkitsee yhden ja muutaman osakkaan yhtiöiden merkityksen lisääntymistä.

Pienyhtiötyöryhmän mietinnössä (OM/Lainvalmisteluosasto 1/1998) todettiin, että pienten yhtiöiden kannalta osakeyhtiölain suurin ongelma on sen monimutkaisuus. Lain monimutkaisuuden voidaan olettaa tuottavan asioiden selvittämisestä ja epävarmuudesta aiheutuvia epäsuoria kustannuksia. Toisaalta laista ei merkittävässä määrin katsottu aiheutuvan suoranaisia byrokratiakustannuksia, kuten tarpeettomia hallinnointivelvoitteita. Työryhmä katsoi, ettei Suomessa ole syytä jakaa pienten ja suurten yhtiöiden sääntelyä eri lakeihin.

Pienten yhtiöiden määrän lisääntyminen näyttäisi asettavan painetta sekä osakeyhtiölain kirjoittamistavalle että lain aiheuttamien kustannusten arviointiin. Lain aiheuttamat kustannukset saavat suhteellisesti suuremman merkityksen pienissä yhtiöissä. Tämä koskee yhtä hyvin selonotosta ja epävarmuudesta aiheutuvia kustannuksia kuin suorasta byrokratiasta aiheutuvia kustannuksiakin. Myös osakepääoman vähimmäismäärää ja pakkoselvitystilaa koskeva pakottava sääntely aiheuttaa kustannuksia nimenomaan pienimmille yhtiöille.

Pieniyhtiötyöryhmä yksilöi alueita, joilla olisi syytä tehdä tarkempia selvityksiä lain kehittämismahdollisuuksista. Työryhmän mukaan sääntelyä tulisi arvioida uudelleen esimerkiksi seuraavien kokonaisuuksien osalta:

- osakepääoman vähimmäismäärä;
- apporttisäännökset;
- johdon toimivallan vapaampi määrittäminen;
- hallituksen valvontavastuun nimenomainen sääntely;
- johdon vastuu pääoman menettämistilanteessa;
- osakkaiden oikeussuojakeinot; sekä
- tilintarkastuksen tarve.

#### *Lainsäädäntötekniset ongelmat*

Osakeyhtiölain on pidetty vaikeaselkoisena. Julkisuudessa tämä on selkeimmin näkynyt pienten yhtiöiden asemaa koskevassa keskustelussa. Vaikeaselkoisuuteen on kuitenkin kiinnitetty huomiota myös suurissa yhtiöissä. Esillä on erityisesti ollut lain sisäisen viittausjärjestelmän ongelmallisuus. Laissa on useissa kohdissa moninkertaisia viittausketjuja. Lisäksi viittaukset on usein toteutettu käyttäen "noudatetaan soveltuvin osin" -tyyppisiä rakenteita. Tällainen viittaus on voinut jättää avoimeksi, miltä osin viitattua lainkohtaa tarkalleen ottaen sovelletaan.

Eräissä yhteyksissä on myös tuotu esille sääntelyn laajuus ongelmallisena seikkana. Tältä osin kritiikki on ollut yleisluontoista, eikä ole selvää, miltä osin lakia tulisi lyhentää. Lyhyt säädösteksti jättää enemmän kysymyksiä avoimeksi ja siten osapuolten sopimusten varaan. Tämä lisää erityisesti pienten yhtiöiden kustannuksia. Olennaista lienee selkeys ja se, missä määrin yhtiöt voivat laatia itselleen sopivimmat toimintamallit.

Osakeyhtiölakia näyttäisi kansainvälisen vertailun perusteella aina rasittavan tietynlainen vaikeaselkoisuus. Tämä ei kuitenkaan voi olla este lain selkeyttämiselle. Pienten osakeyhtiöiden merkittävä osuus kaikista osakeyhtiöistä perustelisi näiden yhtiöiden parempaa huomioita ottamista osakeyhtiölaissa.

## **2.4 Informaatioteknologian kehittyminen**

Informaatioteknologian vaikutusta osakeyhtiöoikeuden sisältöön on vaikea ennakoida. On selvää, että parantuneet yhteydenpitomahdollisuudet yhtiön ja osakkaiden välillä tulisi hyödyntää mahdollisimman hyvin. Tämä tarkoittaa erilaisten kutsujen ja tietojen toimittamista yhtiöltä osakkaille sekä osakkaiden mahdollisuuksia vaikuttaa yhtiön päätöksentekoon muutoinkin kuin tulemalla yhtiökokoukseen tai toimittamalla kirjallinen valtakirja.

Huomattavasti vaikeammin arvioitavissa on se, voiko tiedonvälityksen kehityksellä olla vaikutuksia yhtiöoikeuden perusratkaisuihin. Vaikuttaisiko summittaisten tilinpäätöstietojen jatkuva (reaaliaikainen) esilläolo tietoverkossa yhtiön sidotun oman pääoman pysyvyyden periaatteeseen? Antaisiko jatkuva taloudellisen informaation tarjonta velkojalle vastaavan tai paremman suojan kuin nykyinen sidotun pääoman pysyvyydelle perustuva järjestelmä?

Kehittyneellä yhteydenpidolla osakkaiden ja yhtiön välillä voi pidemmällä aikavälillä olla vaikutusta myös esimerkiksi yhtiökokouksien tarpeellisuuteen. Jos osakkaat voivat jatkuvasti olla yhteydessä yhtiöön, saattaa erillinen, kerran vuodessa järjestettävä varsinainen yhtiökokous menettää merkitystään tai muodostua tarpeettomaksi. Samalla osakkaiden ja johdon välinen, usein päämies-agentti -suhteeksi kuvattu suhde saattaa tulla joiltakin osiltaan uudelleen arvioitavaksi.

## 2.5 Muita muutostekijöitä

### *Oikeudellisen toimintaympäristön muuttuminen*

Osakeyhtiöoikeuden toimivuuteen vaikuttavista oikeudellisen toimintaympäristön muutoksista voidaan nostaa esille oikeudenkäynteihin liittyvien kustannusten ja kuluriskin kasvaminen sekä arvopaperimarkkinoita koskeva sääntely.

Arvopaperimarkkinalaki ja muu arvopaperimarkkinaoikeudellinen sääntely on toteutettu osakeyhtiölain laatimisen jälkeen ja pitkälti siitä irrallisena hankkeena. Tarve sovittaa yhteen arvopaperimarkkinalain ja osakeyhtiölain säännöksiä on ilmeinen. Erityisesti tämä koskee tiedonantovelvollisuutta ja lunastusta koskevia säännöksiä. Tiedonantovelvollisuuksien kahdenkertaisuus aiheuttaa liikkeeseenlaskijoille kustannuksia. Kahden kolmasosan lunastustarjousvelvollisuuden (arvopaperimarkkinalaki) ja yhdeksän kymmenesosan lunastusvelvollisuuden (osakeyhtiölaki) erillisuus aiheuttaa lunastusvelvollisille kustannuksia sekä osakkaille oikeusturvaongelmia muun muassa siksi, että lunastushinnan määrittäminen ei eri laeissa tapahdu samojen periaatteiden mukaan. Näiden kustannusten vähentämismahdollisuudet olisi selvitettävä.

Riita-asioiden oikeudenkäyntimenettelyä koskenut uudistus ja asianajopalvelujen tuleminen arvonlisäveron piiriin ovat merkinneet oikeudenkäyntikulujen tuntuva nousua. Kohonneet oikeudenkäyntikulut ja häviöpuolen velvollisuus korvata vastapuolen kulut merkitsevät vähemmistöosakkaalle entistä suurempaa riskiä hänen käydessään oikeutta yhtiötä, yhtiön johtoa tai enemmistöosakasta vastaan. Riskin suuruus voi vähentää osakkaan tosiasiallisia mahdollisuuksia päästä oikeuksiinsa. Kohonneet omat kustannukset ja vastapuolen kuluihin liittyvä riski saattavat käytännössä merkitä yleislausekkeisiin ja yleisiin periaatteisiin tukeutumisen vaikeutumista ja vahingonkorvaussanktion tehon heikkenemistä. Nämä tekijät on otettava huomioon kun arvioidaan osakeyhtiöoikeuden toimivuutta ja erilaisia osakeyhtiöoikeuden kehittämisvaihtoehtoja. Samalla olisi arvioitava vaihtoehtoisia riidanratkaisumenettelyjä. Esimerkkejä nykyisistä verrattain toimivista vaihtoehtoisista riidanratkaisumenettelyistä ovat vähemmistöosakkeiden lunastaminen ja sulautumista vastustavien osakkaiden osakkeiden lunastaminen. Näissä tilanteissa lunastushinta määrätään välimiesmenettelyssä, joka on säännönmukaisesti vähemmistöosakkaalle maksuton.

- Tulisiko esimerkiksi säännöksiä osakkaan oikeudesta ajaa vahingonkorvauskannetta yhtiön lukuun muuttaa osakkaan kuluriskin vähentämiseksi ?
- Voidaanko (nykyisestään kevennettyä) välimiesmenettelyä käyttää nykyistä laajemmin, esimerkiksi silloin, kun pieniyhtiön vähemmistöosakkaan osakkeet olisi riitojen vuoksi lunastettava ?

### *Yritystoiminnan muutokset*

Yritysten liiketoiminta näyttäisi olevan muuttumassa perinteisestä tuotannollisesta toiminnasta kohti erilaisten palvelujen ja immateriaalisten suoritteiden tuottamista. Samalla yhtiöiden varallisuuden luonne on muuttumassa. Tehostunut pääoman käyttö on merkinnyt erilaisten tuotantotekijöiden ulkoistamista. On katsottu, että perinteisen reaaliomaisuuden osuus yhtiöiden taseissa olisi vähentymässä. Jos tämä pitää paikkansa, yhtiön taseesta ilmenevä varallisuusasema ei enää ole yhtä merkittävä yhtiön taloudellista asemaa koskeva tieto kuin aikaisemmin. Erilaisten goodwill-arvojen lisääntyminen taseessa merkitsee muun muassa sitä, että yhtiön tilinpäätöksen laatiminen going concern -periaatteella antaa ratkaisevasti erilaisen tuloksen kuin taseen laatiminen realisaatioarvoilla.

- Onko taseaseman merkitys yritykseen liittyvän riskin määrittämisessä muuttunut ? Pitäisikö tämän vaikuttaa esimerkiksi pakkoselvitystilaa tai sidotun pääoman pysyvyyttä koskeviin säännöksiin ?

## **2.6 Yksittäisten muutostarpeiden lisääntyminen**

Tämän muistion laatijoille on pyynnöstä ja osin kirjoittajien omastakin aloitteesta toimitettu erilaisia muistioita, jotka sisältävät näkemyksiä osakeyhtiölain muutostarpeista. Muistioita ovat toimittaneet Teollisuus ja Työnantajat ry, Keskuskauppakamari sekä Teollisuuslakimiehet ry. Suomen Yrittäjien ja muutaman alueellisen kauppakamarin kanssa on käyty keskusteluja muutostarpeista ja mahdollisista muutoksen suunnista, samoin tärkeimpien työmarkkinajärjestöjen kanssa. Myös eräät yritykset ovat halunneet keskustella lain yksityiskohdista ja kehittämismahdollisuuksista.

Muistion laatijat ovat tilanneet asiantuntijoilta tämän muistion liitteenä olevat muistiot. Lainsäädännön pakottavuutta ja tahdonvaltaisuutta koskeva muistio on tarkoitettu johdatukseksi yhtiöoikeuden piirissä pitkään käydylle teoreettiselle keskustelulle aiheesta (Hallitusneuvos, OTT Timo Kaisanlahti). Kolmelta asianajajalta tilattiin tiettyjä asiakokonaisuuksia koskevat muistiot: arvopaperimarkkinalain ja osakeyhtiölain suhde (AA Dimitrios Himonas), riidanratkaisumenettelyt (AA Petri Taivalkoski) ja pakkoselvitystila (AA Mika Ilveskero). Muistioiden tarkoituksena on ollut antaa kiinnostuneelle lukijalle syvällisempi käsitys eräistä tässä muistiossa käsitellyistä kysymyksistä. Samalla on voitu saada lain käyttäjiltä palautetta nykyisen lain toimivuudesta. Yhtiön omaa pääomaa koskeva muistio palvelee tätä samaa tarkoitusta (KTT Veijo Riistama).

Osakeyhtiölain muutostarpeita on lueteltu oikeusministeriön laatimassa yhtiöoikeuden lainvalmistelusuunnitelmassa (23.6.1997) ja edellä mainitussa pieniyhtiötyöryhmän muistiossa. Muistiossa ja sen nojalla annetuissa lausunnoissa korostettiin osakeyhtiölain kokonaisuudistuksen tarpeellisuutta.

Yksittäiset muutosehdotukset ovat konkreettisia esimerkkejä lakiin liittyvistä ongelmista. Esitetyt muutostarpeet näyttäisivät pitkälti liittyvän niihin tekijöihin, joita on yleisellä tasolla käsitelty edellä. Usein esille tulevia kysymyksiä ovat osakepääoman korottamiseen ja omien osakkeiden hankkimiseen liittyvät muutovaatimukset. Muutosehdotusten perusteella yritykset ja heidän asiamiehensä katsovat erilaisten päätöksenteon muutosäännösten aiheuttavan ongelmia yhtiöille. Esille tulevat myös monet edelläkin käsitellyt kysymykset kuten arvopaperimarkkinain ja osakeyhtiölain yhteensovittaminen ja ulkomaisten osakkeenomistajien vaikeudet yhtiökokousosallistumisessa.

Vuoden 1997 osakeyhtiölain uudistamisen jälkeen näyttäisi jatkuvasti nopeutuvalla tahdilla tulevan esille uusia lain muutostarpeita. Ne näyttäisivät johtuvan yritysten toimintaympäristön nopeasta muuttumisesta, erityisesti rahoitusmarkkinoiden kehittämisestä.

## 2.7 Yhteenvedo ja johtopäätöksiä

Merkittävimpiä osakeyhtiöiden toimintaympäristön viimeaikaisia muutoksia ovat rahoitusmarkkinoiden siirtyminen kohti markkinakeskeisyyttä, kansainvälistyminen, pienyritysten siirtyminen osakeyhtiömuodon käyttämiseen sekä informaatioteknologian kehittyminen.

Rahoitusmarkkinoiden muutoksiin pyrittiin vastaamaan vuonna 1997 voimaan tullessa osakeyhtiölain osittaisuudistuksessa. Uudistuksessa esimerkiksi lisättiin rahoitusmahdollisuuksia (etuosakkeet, pääomalaina) sekä mahdollistettiin omien osakkeiden hankinta ja yhtiöiden jakautuminen. Tuon uudistuksen pääasiallisena sisältönä oli kuitenkin EU:n yhtiöoikeudellisten direktiivien voimaansaattaminen Suomessa.

Viime aikoina esille tulleet yksityiskohtaiset ehdotukset osakeyhtiölain muuttamisesta näyttäisivät osoittavan, että osittaisuudistuksen valmistelun jälkeen osakeyhtiöiden toimintaympäristön muutos on jatkunut nopeana. Esimerkiksi omien osakkeiden hankintaa koskevaan sääntelyyn ja yhtiökokousmenettelyyn kohdistuvat muospaineet ovat monilta osin sellaisia, ettei niitä voitu ennakoida viisi vuotta sitten. Tällä hetkellä ei ole mitään syytä olettaa, että muutoksen tahti hidastuu.

Osakeyhtiölain vaikeaselkoisuudesta vallitsee yksimielisyys. Osakeyhtiölain selkeyttämistä pidetään yleisesti tarkoituksenmukaisena, mikä kävi ilmi esimerkiksi pienyhtiötyöryhmän mietinnöstä annetuista lausunnoista. Selkeyttämisellä voidaan olettaa olevan merkitystä erityisesti pienten yhtiöiden toiminnalle.

Osakeyhtiölain perussisältöön, kuten lain yleisiin periaatteisiin, ei ole kohdistettu kritiikkiä, eikä edellä kuvattu muospaine näyttäisi vaikuttavan näihin periaatteisiin. Osakeyhtiölaki nykyisellään tarjoaa yrityksille sinänsä kelvolliset toimintamahdollisuudet, jotka eivät kuitenkaan näyttäisi riittävän. Yhtiöiden toimintaympäristön nopea muuttuminen näyttäisi jatkuvasti lisäävän niitä ongelmia, joita nykymuotoinen osakeyhtiölaki aiheuttaa.

Keskeinen kysymys on, onko osakeyhtiölakiin kohdistuva muospaine niin voimakas,

että laaja osakeyhtiölain uudistus on tarpeen. Lainvalmistelijan näkökulmasta muutospainne näyttäisi suurelta. Yksi muutospaineen tärkeimmistä aiheuttajista on yritysten toimintaympäristön jatkuva ja nopea muuttuminen. Osakeyhtiölain ja -oikeuden tulisi rakenteellisesti olla sellainen, että yritykset voisivat sopeutua tähän muutokseen ilman väkisinä viiveellä tapahtuvia jatkuvia lain muutoksia. Toisaalta osittaisuudistuksien kautta voitaisiin todennäköisesti nopeammin korjata sääntelyn konkreettisia puutteita ja epäkohtia.

### **3. UUDISTUKSEN AJANKOHDAN MERKITYS**

#### **3.1 Osakeyhtiölain valmisteluhistoria**

Vuoden 1980 alussa voimaan tullut osakeyhtiölaki on valmisteltu 1960-luvulla pohjoismaisena yhteistyönä (KM 1969 A 20). Tavoitteena oli laatia mahdollisimman yhdenmukainen osakeyhtiölaki kaikkiin pohjoismaihin. Yhteistyö edellytti kaikilta pohjoismailta kompromisseja. Ruotsin vuoden 1944 osakeyhtiölain vaikutus lopputulokseen oli kuitenkin suuri.

Vasta kymmenen vuotta voimassa ollutta vuoden 1980 osakeyhtiölakia ryhdyttiin uudelleen arvioimaan vuoden 1990 alussa. Osakeyhtiölakitoimikunta 1990:n tehtävänä oli verraten vapaasti arvioida voimassa ollutta lakia ja ehdottaa uudistuksia (KM 1990:32). Kun Suomen jäsenyys Euroopan talousalueessa ja sittemmin Euroopan yhteisössä tuli ajankohtaiseksi, toimikunta kiinnitti päähuomion EY:n oikeuden voimaansaattamiseen. Osakeyhtiölain toimivuuden yleiseen arvioimiseen ei ollut mahdollisuutta.

Voimassa olevan osakeyhtiölain sisältöön ovat ratkaisevasti vaikuttaneet ensin pohjoismaiset ja sittemmin eurooppalaiset harmonisointipyrkimykset. Elinkeinopoliittisista lähtökohdista toteutettua osakeyhtiöoikeuden toimivuuden kokonaisarvioita ei näissä uudistuksissa ole voitu tehdä.

#### **3.2 Laman ja yksittäisten väärinkäytösten vaikutus**

Osakeyhtiöoikeuden kehittäminen on usein kytkeytynyt poikkeuksellisiin taloudellisiin olosuhteisiin. Vuoden 1932 Kreuger-skandaalin seurauksena Ruotsissa säädettiin laaja ja yksityiskohtainen vuoden 1944 osakeyhtiölaki. Tämä sääntely on pohjoismaisen lainsäädäntöyhteistyön kautta heijastunut myös Suomen vuoden 1980 osakeyhtiölakiin. Toinen esimerkki on Saksassa ja Itävallassa yhtiöiden omilla osakkeilla 1860-luvulla ja Saksassa uudelleen 1930-luvulla tapahtunut spekulatio, joka johti yhtiön omien osakkeiden hankinnan lähes täydelliseen kieltoon useissa Euroopan maissa.

Suomen vuonna 1997 voimaan tulleen osakeyhtiölain osittaisuudistuksen (145/97) valmistelua leimasi EY:n oikeuden voimaansaattamisen lisäksi vuosikymmenen alun lama sekä sen mukanaan tuomat konkurssit ja taloudelliset epäselvyydet. Uudistuksessa on eräiltä osin pidetty tarpeettoman paljon silmällä kriisiin liittyneitä poikkeuksellisia olosuhteita. Pitkälti taloudellisen laman takia uudistuksessa asetettiin painoa oman pääoman yhtiöön tulemiseen, pääoman pysyvyyteen ja johdon vastuuseen liittyviin seikkoihin, joskin tämä johtuu osittain myös EY:n direktiivien painottumisesta näille alueille. Esimerkkeinä tällaisesta sääntelystä voidaan mainita kaksinkertaiseen tilintarkastajan arviointimenettelyyn johtava apporttisääntely, entisestään tiukentunut pakkoselvitysti-

lasääntely, johdon toimeen suostumusta koskevat säännökset ja laittoman varojenjaon kiristynyt sääntely. Myös suunnattuja osakeanteja koskevan vuoden 1992 muutoksen osalta näyttäisi siltä, että muutamille yritys-elämässä esiintyneille väärinkäytöksille on lainvalmistelussa annettu korostunut asema.

Epärehellisesti toimivan yrityksen ei luonnollisestikaan tulisi olla lain kirjoittamisessa liian määräävänä lähtökohtana. Usein on myös niin, ettei tiukentuvalla sääntelyllä saavuteta toivottua tulosta. Osakeyhtiölain säännöksillä ei voida etukäteen estää selkeästi rikollista toimintaa, kuten yhtiön varojen kavaltamista. Moninkertainen varmistus sille, että osakepääomana suoritettava varallisuus tulee yhtiöön, ei takaa varojen pysymistä yhtiössä. Eri asia on, että lain säännösten on oltava niin selkeitä, että niiden perusteella laittomaan menettelyyn voidaan jälkikäteen puuttua. Myös seuraamusjärjestelmän on oltava riittävän ankara, mutta sellainen, että se ei estä rehellisten yritysten toimintaa.

Sääntelyn tiukentamista harkittaessa on aina selvitettävä huolellisesti voimassa olevan sääntelyn tarjoamat suojakeinot sekä kaavailun tiukennuksen vaikutukset eri tahojen kannalta. Jos tiukennus toteutetaan puutteellisesta analyysistä huolimatta "varmuuden vuoksi", tiukennuksen kerrannaisvaikutukset voivat muodostua tarkoitettua ankarammiksi tai kohdistua muualle kuin mitä tarkoitettiin. Tiukennuksia harkittaessa ei tule väheksyä pieniäkään lisäkustannuksia tai rajoituksia varsinkaan silloin, kun tiukennukset vaikuttavat koko yrityskentän toimintaan.

### 3.3 Osakeyhtiöoikeudellinen tutkimus ja kehityssuunnat

Osakeyhtiöoikeutta koskeva oikeus- ja taloustieteellinen perustutkimus on kahtena viime vuosikymmenenä pystynyt aikaisempaa paremmin kuvaamaan yhtiöoikeudellisen sääntelyn luonnetta ja niitä tekijöitä, joilla on merkitystä toimivaa sääntelyjärjestelmää arvioitaessa. Tutkimus on merkittävästi lisännyt yhtiöiden ja yhtiöitä koskevan sääntelyn toimintamekanismien ymmärtämystä.

Taloustieteellinen argumentaatio korostaa osakeyhtiötä tehokkaan yritystoiminnan välineenä. Taloustieteellisessä tutkimuksessa on hyvin yleisellä tasolla päädytty suosittamaan osapuolten sopimusvapautta ja tahdonvaltaista sääntelyä pakottavan sääntelyn sijasta. Tahdonvaltaisen sääntelyn katsotaan mahdollistavan yhtiökohtaisen sopimisen tehokkaimmista toimintamalleista. Toisaalta tahdonvaltaiseen sääntelyyn nojautumalla osapuolet voivat välttyä sopimisen aiheuttamilta kustannuksilta. Tahdonvaltaisen sääntelyn ei myöskään lähtökohtaisesti katsota heikentävän osakkaiden tai muiden sidosryhmien asemaa, koska nämä voivat ottaa mahdolliset yrityskohtaiset erityisjärjestelyt huomioon sijoitus- tai sopimuksentekopäätöstä arvioidessaan.

Esimerkiksi vähemmistönsuojaa ja sitä koskevaa sääntelyä tarkastellaan nykyään hieman toisesta näkökulmasta kuin vuoden 1980 osakeyhtiölakia valmisteltaessa. Uudemmassa kirjallisuudessa katsotaan verrattain yleisesti, että osakkeisiin sijoittavan henkilön pitäisi osata ottaa vähemmistönsuojan taso huomioon sijoituspäätöstä tehtäessä. Lainsäätäjän tehtävänä ei tällöin ole määritellä pakottavana kaikille yhtiöille oikeana vähemmistönsuojan vähimmäistasoa, vaan tämä voidaan ainakin tietyiltä osin jättää yhtiön ja sijoittajien määriteltäväksi. Virheellisesti arvioidusta vähemmistönsuojan tasosta aiheutuvat kustannukset tulevat yhtiön kannettaviksi, koska sijoittajat ottavat tämän seikan huomioon sijoittaessaan varojaan yhtiöön.

### 3.4 Osakeyhtiölainsäädännön muutoshankkeet muissa maissa



Monet valtiot ovat juuri toteuttaneet tai ovat toteuttamassa yhtiöoikeudellista uudistuksia ja monissa muissa valtioissa tällaisia uudistuksia suunnitellaan. Uudistusten yhteisinä tekijöinä näyttäisivät olevan kansainvälisen kilpailukyvyyn varmistaminen ja yritysten toimintamahdollisuuksien lisääminen. Myös pienten osakeyhtiöiden aseman helpottamiseen on kiinnitetty huomiota. Uudistuksiin ryhtyneissä maissa on usein katsottu kilpailukykyisen yhtiöoikeudellisen järjestelmän parantavan yritysten toimintaedellytyksiä, minkä puolestaan on muun muassa katsottu kohentavan työllisyyttä. Myös OECD ja Maailmanpankki ovat viimevuosina lisänneet yhtiöoikeudellisten kehityshankkeiden merkitystä omassa toiminnassaan. Tämänkin taustalla on yhtiöoikeuden yhteys taloudelliseen kehitykseen ja työllistämiseen.

### **3.5 Yhteenveto ja johtopäätöksiä**

Suomessa yhtiöoikeudellisilla uudistushankkeilla on ollut vahva kytkentä joko pohjoismaiseen tai eurooppalaiseen lainsäädännön harmonisointiin. On mahdollista, että kansalliset ja elinkeinopoliittiset tavoitteet ovat kärsineet tällaisista kytkennöistä. Yhtiöoikeudelliset uudistushankkeet ovat myös usein kytkeytyneet tapahtuneisiin taloudellisiin väärinkäytöksiin. Epärehelliseen yritystoimintaan liittyvät kysymykset ovat tällöin saattaneet saada tarpeettoman suuren painoarvon rehellisen yritystoiminnan edellytysten kustannuksella.

Yhtiöoikeudellisen tutkimuksen avaamat uudet näkökulmat näyttäisivät antavan tukea hankkeille, joissa pyritään parantamaan osakeyhtiölain toimivuutta yritystoiminnan näkökulmasta. Tutkimus sekä antaa uusia keinoja sääntelyn tarkoituksenmukaisuuden arvioimiseksi että antaa yleisellä tasolla viitteitä siitä, mihin suuntaan sääntelyä olisi kehitettävä. Tutkimuksen ongelma on sen yleisluontoisuus: se antaa suosituksia, joiden soveltaminen käytäntöön saattaa olla erittäin ongelmallista. Esimerkiksi tahdonvaltaisen sääntelyn korostaminen ei anna tietoa siitä, mihin tahdonvaltaisen ja pakottavan sääntelyn raja olisi vedettävä.

Tällä hetkellä näyttäisi kuitenkin siltä, että osakeyhtiölain uudistaminen voitaisiin aloittaa tasapainoisemmasta asetelmasta kuin pitkään aikaan. Samanaikaisesti yhtiöoikeudellinen perustutkimus on tuottanut tietoa yhtiöoikeudellisen sääntelyn rakenteista ja toimintamekanismeista.

## **4. MITEN OSAKEYHTIÖLAKIA TULISI UUDISTAA**

### **4.1 Tavoitteiden ja keinojen määrittäminen helpottaa uudistamista**

Osakeyhtiölain uudistamishankkeen aluksi olisi yleisellä tasolla määriteltävä, minkälainen on hyvä osakeyhtiölaki ja minkälaisilla lainsäädäntöteknisillä ratkaisuilla sellainen voidaan saada aikaan. Pääasiallisten tavoitteiden ja keinojen määrittäminen ennen varsinaisen uudistushankkeen aloittamista on perusteltua monista syistä.

Tavoitteiden ja keinojen määrittelyn perusteella on mahdollista arvioida, onko uudistukseen tarvetta ryhtyä. Uudistuksen hyötyjen haarukoiminen etukäteen on tärkeitä erityisesti siksi, että voimassa olevan osakeyhtiölain voidaan kansainvälisessä vertailussa katsoa olevan täysin kelvollinen ja eurooppalaisen mittapuun mukaan todennäköisesti

hyvä. Osakeyhtiölain uudistaminen vaikuttaa käytännöllisesti katsoen koko suomalaisen yritystoiminnan toimintaedellytyksiin, joten esimerkiksi kokonaisuudistuksen siirtymävaiheen kustannukset ovat merkittävät.

Lähtökohtien määrittäminen ja niistä keskusteleminen jo ennen uudistustyöhön ryhtymistä lisää avoimuutta ja luottamusta hanketta kohtaan. Selkeästi asetetut tavoitteet osoittaisivat sijoittajille ja yhtiöille sen suunnan, johon yhtiöoikeutta Suomessa aiotaan kehittää. Tällä saattaa jossakin tilanteessa olla merkitystä jopa yritysten sijoittautumispäätöksille. Yhtiöoikeudellisen lainvalmistelun suunnan määrittäminen voisi myös helpottaa lähialueiden, kuten luottolaitos-, vakuutus- ja verolainsäädännön lainvalmistelua. Uudistuksen lähtökohtien vahvistaminen saattaisi helpottaa EU:n yhtiöoikeudellisten harmonisointihankkeiden arviointia uudistuksen aikana.

Uudistuksen lähtökohtien asettaminen helpottaa uudistustyötä ja sen kontrollointia. Yksittäisiä säännösehdotuksia voidaan arvioida asetettuja tavoitteita vasten virkamiesvalmistelussa, työryhmissä, lausunnoissa, eduskunnassa ja julkisuudessa. Sopimalla uudistuksen yleisestä kehikosta voitaisiin myös vaikuttaa siihen, että lainvalmistelu tapahtuisi kokonaisvaltaisen harkinnan perusteella, eivätkä valmistelun aikana mahdollisesti muuttuvat taloudelliset suhdanteen taikka esiintyvät taloudelliset väärinkäytökset tai yksittäisten yhtiöiden epäonnistumiset liikaa ohjaisi säädösvalmistelua. Myös laajamittaiseen uudistukseen aina sisältyvä vaara työn kohdistumisesta toisarvoisiin tai teknisluontoisiin kysymyksiin vähenisi. Uudistustyön lähtökohtien jättäminen avoimeksi lisää riskiä hankkeen pitkittymisestä, koska lähtökohdista olisi joka tapauksessa sovittava.

Jäljempänä 4.2-3 luvuissa on arvioitu, mihin yhtiöoikeudella tulee pyrkiä ja miten. Aiheen laajuuden vuoksi tavoitteita ja keinoja on käsitelty varsin yleisellä tasolla. Esityksessä on lähinnä kysymys suunnasta, johon yhtiöoikeutta olisi kehitettävä, ei täydellisestä yhtiöoikeudellisen ajattelun vallankumouksesta. Esitettyjä periaatteita ei ajatella voitavan toteuttaa täysin tai usein edes pääosin puhtaaksiviljeltyinä. Tämä muistio onkin tarkoitettu avaukseksi keskusteluun siitä, miten yhtiölainsäädäntöä tulisi kehittää.

## **4.2 Perimmäinen tehtävä: yritystoiminnan tukeminen**

Osakeyhtiölain tehtävänä on mahdollisimman hyvin tukea pienten ja suurten yhtiöiden rahoituksen hankintaa ja yritystoimintaa yleisemminkin.

Yritystoiminnan tukeminen merkitsee samalla yleisesti ottaen sitä, että vähemmistöosakkaiden ja osakeyhtiöiden sidosryhmien asema on laissa asianmukaisella tavalla järjestetty. Jos vähemmistöosakkaiden asemaa ei ole riittävällä tavalla otettu huomioon, nämä eivät sijoita yhtiöön tai vaativat sijoitukseltaan suurempaa tuottoa, mikä tarkoittaa käytännössä alhaisemman hinnan maksamista yhtiön liikkeeseen laskemasta osakkeesta. Yhtiön sidosryhmät, kuten velkojat ja muut sopimuskumppanit, voivat lähtökohtaisesti ottaa heikot suojamekanismit huomioon hinnoittelussa, jolloin aiheutuvat kustannukset jäävät yhtiöiden kannettaviksi. Yhtiö kantaa siten liian yksipuolisen lainsäädännön aiheuttamat kustannukset. Tämä merkitsee sitä, että yksipuolinen sääntely

ei täytä osakeyhtiölain perimmäistä tehtävää, eli edistä yritystoimintaa.

Yhtiöllä on eräitä sidosryhmiä, joiden asema on katsottu tarpeelliseksi turvata erityislainsäädännöllä. Esimerkiksi ympäristö- ja verolainsäädäntöön liittyy säännöksiä, joilla tavallaan täydennetään yhtiöoikeudellista sääntelykehikkoa nimenomaan näiden säännösten suojaobjektien (ympäristö, veronsaaja) näkökulmasta. Vastaavasti talousrikollisuuteen pyritään vastaamaan esimerkiksi rikos-, insolvenssi- ja kirjanpito-oikeuteen liittyvin suojakeinoin, viimekädessä kriminalisoinnein. Erityisen suojelun kohteena on perinteisesti ollut yrityksen henkilöstö, jonka asemaa on järjestetty työoikeudellisessa lainsäädännössä. Esimerkiksi henkilöstön yritykseen kohdistuvaa riskiä rajoitetaan onnistuneesti palkkaturvallisuuden avulla. Työttömyysturva vaikuttaa samansuuntaisesti. Kirjallisuudessa onkin kiinnitetty huomiota siihen, että keskustelu esimerkiksi yritysostotarjouksia koskevan sääntelyn tavoitteista liittyy usein maihin, joissa yhteiskunnallista suojaverkkoa ei vastaavalla tavalla ole.

Vaikka osakeyhtiöoikeudellisen sääntelyn perimmäiseksi tehtäväksi katsottaisiin yritystoiminnan tukeminen, se ei merkitse, että lainsäädännössä ei muutoin otettaisi huomioon osakeyhtiön sidosryhmien, kuten henkilöstön ja julkisen sektorin asemaa. Muiden sidosryhmien aseman järjestäminen yhtiölainsäädännön kautta ei näyttäisi tarjoavan lisäetuja suhteessa näiden aseman järjestämiseen muussa lainsäädännössä, kuten yritysten toimintaa koskevassa sääntelyssä. Toisaalta jonkin sidosryhmän tarpeiden vuoksi yhtiölakiin sisällytettävästä yleisemminkin sovellettavasta sääntelystä voisi aiheutua yhtiöiden toiminnalle merkittäviä kustannuksia.

Yritystoiminnan tehokkaampi järjestäminen ei sinänsä merkitse minkään sidosryhmän aseman heikkenemistä. Yhtiöiden toiminnan tehostaminen näyttäisi lisäävän kansantalouden suorituskykyä ja yritysten kykyä työllistää.

### **4.3 Miten yhtiöoikeuden avulla parhaiten tuetaan yritystoimintaa ?**

#### **4.3.1 Joustavuus**

Yhtiöoikeudellisen sääntelyn mahdollisimman suuren joustavuuden puolesta voidaan esittää monia argumentteja. Elinkeinonvapauden periaatteen voidaan katsoa pitävän sisällään sen lähtökohdan, että yrityksen osapuolet saavat järjestää liiketoiminnan ja keskinäiset suhteensa haluamallaan tavalla. Jos osakeyhtiön katsotaan muodostuvan osapuolten vapaaehtoisten suhteiden ("sopimussuhteiden") pohjalta, on luontevaa katsoa sopimusoikeudessa omaksuttu sopimusvapauden periaate myös yhtiöoikeudelliseksi lähtökohdaksi. Voimassa oleva osakeyhtiöoikeus tunnustaa tämän periaatteen suhteellisen laajasti. Henkilöyhtiöitä koskevassa sääntelyssä sopimusvapaus on katsottu pääsäännöksi.

Edellä jaksossa 1.3 on kuvattu osakeyhtiöitä tilastojen valossa. Osakeyhtiöt vastaavat valtaosasta yritystoimintaa Suomessa. Lukumääräisesti suurin osa osakeyhtiöistä on pieniä yhtiöitä tai mikroyhtiöitä, mutta myös käytännöllisesti katsoen kaikki suomalaiset suuryritykset ovat osakeyhtiöitä. Osakeyhtiöt toimivat kaikilla mahdollisilla toimialoilla ja mitä erilaisimmilla rahoitusrakenteilla. Näyttäisi selvältä, että yhtiöoikeudellisen sääntelyn on tätä taustaa vasten oltava joustavaa ja yritysten on voitava räätälöidä itselleen sopivimpia ratkaisuja. Vastaavasti näyttäisi selvältä, että lainsäätäjän mahdollisuudet laatia kaikille yhtiöille sopivia yksityiskohtaisia määräyksiä ovat huonot.

Kansainvälistyminen ja rahoitusmarkkinoiden muutokset edellyttävät yritys- ja rahoitusrakenteiden muuttamista, kuten luvussa 2 esitettiin. Voimakkaasti kasvavissa yhtiöissä tarve erilaisten yritysrakenteiden muutoksille on ilmeinen. Hyvinkin pienissä yhtiöissä voi olla tarve järjestää osapuolien asema juuri siihen tilanteeseen sopivalla tavalla. Erilaisten muutosten ja erityistarpeiden joustava toteuttaminen on yhtiöiden toiminnan ja kilpailukyvyn kannalta välttämätöntä. Tämä lähtökohta on omaksuttu useissa muissa maissa suunnitelluissa uudistushankkeissa (luku 3.4).

Edellä on jo lyhyesti esitetty, että yhtiö kantaa kustannukset sellaisista järjestelyistä, jotka eivät ole velkojien ja muiden sopimusosapuolien etujen mukaisia. Lisäksi on esitetty, että eräiden suojan tarpeessa olevien tahojen asema on turvattu ja voidaan jatkossa turvata erityislainsäädännön avulla. Jos tämä hyväksytään, ei pitäisi olla erityisiä syitä suhtautua kielteisesti siihen, että yhtiölle ja sen sidosryhmille, lähinnä osakkeenomistajille, annetaan lähtökohtaisesti mahdollisuus järjestää yhtiön toimintaan liittyvät asiat haluamallaan tavalla.

### 4.3.2 Tahdonvaltainen sääntely ja sopimusvapaus

#### *Tahdonvaltaiset ja pakottavat säännökset*

Tahdonvaltaisilla säännöksillä tarkoitetaan sellaisia lain säännöksiä, jotka tulevat sovellettaviksi, jolleivät osapuolet sovi toisin. Pakottavien säännösten osalta osakkeenomistajat eivät voi sopia toisin. Säännösten jaottelu tahdonvaltaisiin ja pakottaviin ei aina ole yksinkertaista, mutta jaottelua voidaan karkealla tasolla käyttää kuvaamaan eri tyyppisiä säännöksiä.

Voimassa oleva osakeyhtiölaki sisältää pitkälti pakottavaa sääntelyä siinä mielessä, että säännösten ohittaminen etukäteen yhtiöjärjestysmääräyksellä ei ole mahdollista. Esimerkiksi velkojainsuojasäännösten ja osakeyhtiölain niin sanottujen vähemmistönsuojasäännösten on katsottu olevan tällaisia. Toisaalta osakeyhtiölaissa sallitaan yksittäistapauksessa se, että osakkaat sopivat osakkaiden suojaksi tarkoitettujen säännöksen sivuuttamisesta. Samoin yhtiön velkoja voi ainakin jossakin laajuudessa luopua vetoamasta osakeyhtiölain velkojainsuojasäännöksiin. Täysin pakottavia säännöksiä liittyy ainakin rekisteröitäviin asioihin.

Käytännössä osakeyhtiön toiminnan kannalta on olennaista yhtiöjärjestyksessä, arvopaperin liikkeeseenlaskupäätöksessä tai vastaavassa instrumentissa tehty etukäteinen ja osapuolia sitova poikkeaminen lain säännöksistä. Vaikka yksittäistapauksia koskeva poikkeamismahdollisuus on käytännössä tärkeä, siihen ei voida kaikissa tilanteissa nojautua. Yksittäistapauksellinen poikkeaminen ei osakkaiden suuren lukumäärän takia ole lainkaan mahdollista suurissa yhtiöissä, ja tällaiseen menettelyyn liittyy kaikissa yhtiöissä riski toisten osapuolten tulevasta käyttäytymisestä.

#### *Miksi ja minkälaista tahdonvaltaista sääntelyä*

Edellä on perusteltu tarvetta joustavaan yhtiöoikeudelliseen sääntelyyn. Tahdonvaltaisilla säännöksillä voidaan täyttää joustavuuden vaatimukset. Yritystoiminnan olosuhteet vaihtelevat yhtiöittäin, joten lainsäätäjällä ei voi olla osapuolia parempi määrittämään yhtiöiden osapuolten välisen suhteen ehtoja. Tahdonvaltainen sääntely mahdollistaa tehokkaiden

ratkaisujen kehittymisen ajan myötä. Pakottava lainsäädäntö ei tätä salli, ellei ajatella, että lainsäätäjällä on osapuolia kyvykkäämpi kehityksen huomioon ottamiseen.

Tahdonvaltainen sääntely merkitsee jossakin määrin yhtiökohtaisten erityisratkaisujen omaksumista. Pääasiassa tämä tapahtuisi yhtiöjärjestysmääräyksin. Edellä on osoitettu, miten yhtiö lähtökohtaisesti itse kantaa kustannukset epäonnistuneista määräyksistä. Arvopaperimarkkinoilla on mitä ilmeisimmin kyky hinnoitella yhtiöjärjestysmääräykset, jolloin epäonnistuneet ratkaisut heijastuvat osakkeen pörssikurssiin.

Voidaan kysyä, miksi sääntelyä ylipäätään tarvitaan: eikö olisi mahdollista kokonaan luopua sääntelystä ja antaa osakkaiden ja osin muidenkin sidosryhmien vapaasti sopia keskinäisistä oikeussuhteistaan ?

Tahdonvaltaisella sääntelyllä on katsottu voitavan vähentää osapuolien sopimuskustannuksia. Nojautumalla lain tarjoamaan standardisopimukseen osapuolet voivat välttyä sopimuksen tekemisen kustannuksilta. Laki merkitsee myös oikeussuhteiden sopimuslausekkeita täsmällisempää määrittelyä, koska kaikki tavanomaiset oikeuslähteet, kuten esityöt, oikeuskirjallisuus ja ennakkotapaukset selittävät ja täsmentävät lain säännöksiä.

Tahdonvaltaisten säännösten tavoitteena tulee olla yhtiölle aiheutuvien sopimuskustannusten minimoiminen. Säännösten tulee olla sellaisia, että mahdollisimman moni yhtiö voi hyväksyä ne, eikä yhtiössä tarvitse ryhtyä erillisiin toimiin näiden säännösten ohittamiseksi.

#### *Milloin pakottavaa sääntelyä ?*

Tahdonvaltaisen sääntelyn korostaminen ei tarkoita, että osakeyhtiöoikeudellisen sääntelyn olisi kokonaan oltava tahdonvaltaista. Pakottavalle sääntelylle voi olla useita syitä. Yleisellä tasolla pakottavaa sääntelyä voidaan perustella esimerkiksi tietystä menettelystä kolmansille aiheutuvilla vahingoilla, markkinoiden epätäydellisyydellä tai transaktiokustannusten vähentämisellä. Voidaan esimerkiksi ajatella, että markkinoiden toiminnan kannalta on järkevää säätää pakottavasti yhtiön edustamisesta suhteessa kolmansiin henkilöihin. Tämän voitaisiin ajatella lisäävän oikeussuhteiden ennustettavuutta ja pysyvyyttä ja edistävän näin markkinoiden tehokasta toimintaa.

Pakottava sääntely voi olla tarpeen yhtiön omista lähtökohdista. Yhtiöllä voi olla tarve antaa riittävän vahvat takeet tiettyjen menettelyjen luotettavuudesta, jotta se saisi riittävän korkean hinnan sijoittajille tarjottavista osakkeista tai velkakirjoista. Esimerkiksi sidotun pääoman pysyvyys on useimmissa maissa katsottu seikaksi, jonka luotettavuutta on korostettava pakottavalla lainsäädännöllä. Pakottavia säännöksillä voidaan joiltain osin vähentää sellaisen menettelyn uhkaa, joka rinnastuu taloudellisessa mielessä varkauteen eli vastikkeettoman omaisuuden siirtoon.

Pakottavaa yhtiöoikeudellista sääntelyä voidaan perustella myös tarpeella suojata tahoja, jotka eivät ole yhtiöön sopimussuhteessa ja jotka eivät siten voi suojella itseään sopimuksin. Tällaisia ovat muun muassa sopimuksen ulkopuolisen vahingon kärsineet ja julkinen valta. Yhtiöön ei-sopimussuhteessa olevien asemalla onkin eri aikoina perusteltu pakottavaa sääntelyä, esimerkiksi vähimmäisosakepääomaa. Perustelu saattaa olla osin oikea. Näitä asetelmia voidaan kuitenkin korjata myös erityislainsäädännössä. Ympäristövahinko on tyypillinen sopimussuhteen ulkopuolinen vahinko. Asianomaisessa

erityislainsäädännössä on kuitenkin osakeyhtiölakia täydentäviä erityissäännöksiä tällaisen vahingon korvaamisesta. Sama koskee tuotevastuuta. Verolainsäädäntöön on puolestaan otettu rangaistussäännöksiä, joilla pyritään parantamaan valtion asemaa velkojana.

Myös sosiaaliset syyt tai yleinen oikeudenmukaisuuskäsitys voivat olla perusteina pakottavalle sääntelylle. Sosiaaliset kysymykset ja oikeudenmukaisuuskysymykset voidaan suurelta osin ratkaista erityislainsäädännössä, kuten muun muassa Suomessa on tähän mennessä tehty. Esimerkiksi työoikeudellista suojajärjestelmää voidaan pitää kattavana. Palkkaturvajärjestelmää voidaan yhtiöoikeuden näkökulmasta pitää perusteltuna tapana rajoittaa työntekijöiden yhtiöön liittyvää riskiä.

Sosiaaliset syyt ja oikeudenmukaisuusperustelut ovat ongelmallisia silloin kun puhutaan vähemmistöosakkaiden, velkojien tai muiden sijoittajien suojaamisesta. Kysymys on tyypillisesti voittoa tavoittelevan yritystoiminnan sääntelystä, jossa sijoittajien yleisenä tavoitteena on myös sääntelyn osalta mahdollisimman suuri tehokkuus. Edelleen on otettava huomioon, että ainakin julkisten osakeyhtiöiden osalta sijoittajat yleensä hajauttavat sijoituksensa, jolloin heidän kiinnostuksensa kohdistuu markkinoiden tehokkuuteen yleensä, eikä sijoittajan asemaan yksittäisessä yhtiössä.

Pakottava sääntely voidaan osittain korvata esimerkiksi oikeussuojakeinoja kehittämällä. Voimassa olevassa laissa vähemmistöosakkeenomistajia suojataan korkeilla määräenemmistösäännöksillä. Määräenemmistön saavuttaminen voi kuitenkin joissakin tapauksissa olla teknisesti mahdotonta (vaatimus osakkaiden suostumuksesta) tai antaa vähemmistölle mahdollisuuden kiristää kohtuuttomia etuja yhtiöltä tai enemmistöosakkailta. Erilaiset lunastusmenettelyt tai vaihtoehtoiset, mahdollisesti yhtiön kustantamat oikeussuojatiet saattaisivat osittain korvata tällaisen pakottavan sääntelyn. Näin voitaisiin mahdollistaa joustavammat menettelyt uhraamatta kuitenkaan vähemmistöosakkaiden oikeusturvaa.

Kirjallisuudessa pakottavan ja tahdonvaltaisen sääntelyn rajapintaa ei ole haluttu tai pystytty tämentämään. Jos edellä omaksuttu käsitys yhtiöoikeuden joustavuudesta ja sopimusvapaudesta hyväksytään, voidaan kuitenkin lähteä siitä, että tahdonvaltainen sääntely muodostaa yhtiöoikeudessa selvän pääsäännön. Kaikkien sääntelyratkaisujen yhteydessä tulee arvioida mahdollisuudet käyttää tahdonvaltaista sääntelyä ja pyrittävä perustelemaan pakottavan sääntelyn käyttäminen.

#### *Tahdonvaltaisen sääntelyn käyttöala yhtiötyypin mukaan*

Perinteinen yhtiöoikeudellinen sääntelymalli Euroopassa on perustunut ajatukselle, jonka mukaan yksityisten (pienen) osakeyhtiöiden sääntely on joustavampaa kuin julkisten osakeyhtiöiden sääntely.

Yhtiöoikeudellisessa keskustelussa on suhteellisen usein esitetty, em. mallin mukaisesti, että sääntelyn tahdonvaltaisuuden tulisi olla laajimmillaan pienissä ja suppeimmillaan julkisesti noteeratuissa yhtiöissä. Pienten yhtiöiden osalta tahdonvaltaista sääntelyä on perusteltu muun muassa vähäisen osakasmäärän mukanaan tuomalla mahdollisuudella tosiasiallisesti tehdä yhtiön toimintaa järjestäviä sopimuksia: sopimuskustannukset ovat tällöin suhteellisen alhaiset. Laajasti omistettuja, mutta ei julkisen kaupankäynnin kohteena olevia yhtiöitä on keskustelussa pidetty hieman ongelmallisena väliinputoajaryhmänä. Tällaisissa yhtiöissä ei ole mahdollista suppeassa piirissä sopia

yhtiön toiminnasta. Toisaalta näissä yhtiössä ei ole käytettävissä arvopaperimarkkinoiden hinnoittelumekanismeja ja likvideille markkinoille ominaisia poistumis- eli myymismahdollisuuksia, jotka puoltavat tahdonvaltaisen sääntelyn omaksumista. Julkisiin yhtiöihin kohdistettua ankarampaa sääntelyä on voitu perustella hieman yksilöimättömällä julkisella intressillä.

Tähän ajatteluun liittyy ongelmia. Tahdonvaltaista sääntelyä puolletaan pitkälti arvopaperimarkkinoiden ja siellä toimivien kyvyllä hinnoitella erilaiset yhtiöjärjestysmääräykset. Näin yhtiöt kantavat itse kustannukset huonoiksi katsotuista erityisratkaisuksista. Yksityisillä osakeyhtiöillä ei kuitenkaan ole käytettävään tällaista hinnoittelumekanismeja. Pienimmissä yhtiöissä osapuolten kyvyn arvioida erilaisten yhtiöjärjestysmääräysten merkitys voidaan arvioida olevan alimmillaan. Voidaan kysyä, miksi tahdonvaltaista sääntelyä ulotettaisiin tällöin laajimmin juuri pieniin yhtiöihin.

On mahdollista, että pienille yhtiöille yleisesti annettu toimintavapaus on perustunut käytännön paktoon. Vain näin pienillä yhtiöillä on ollut edes kohtalaiset toimintamahdollisuudet. Suuret yhtiöt ovat resurssiensa avulla selvinneet ankarammasta sääntelystä. Jos uskotaan arvopaperimarkkinoiden kykyyn hinnoitella erilaisia yhtiöjärjestysmääräyksiä ja jos osakkeen kurssin merkitys yhtiöille on niin suuri kuin yleisesti ajatellaan, herää kysymys, miksi julkisia yhtiöitä olisi raskautettava yksityisiä yhtiöitä olennaisesti ankarammalla yhtiöoikeudellisella sääntelyllä? On mahdollisesti sääntelyalueita, kuten tilintarkastus, jossa esimerkiksi valtion fiskaaliset intressit puoltavat suurille yhtiöille osoitettua ankarampaa sääntelyä. Varsinaisen yhtiöoikeudellisen sääntelyn puolelta tällaisia esimerkkejä voi olla vaikeampi löytää.

*Mitä tahdonvaltaisen sääntelyn ja sopimusvapauden lisääminen voisi merkitä?*

Tahdonvaltaisen ja pakottavan sääntelyn välisen rajanvedon tekeminen teoreettisin perustein on vaikeata. Myös näiden käsitteiden selkeydessä on toivomisen varaa. Tästä huolimatta osakeyhtiölakia uudistettaessa osapuolten sopimusvapaus olisi otettava selkeäksi pääsäännöksi. Kysymys on suunnasta, johon sääntelyä kehitetään.

Sopimusvapauden lisääminen voi käytännössä merkitä esimerkiksi

- pakottavina säädettyjen määräenemmistö- ja vähemmistönsuojasäännösten - uudelleen arvioimista,
- yhtiökokousinformaatioon liittyvän pikkutarkan sääntelyn vähentämistä sekä osin korvaamista yhtiöjärjestyksen määräyksillä ja julkisissa yhtiöissä markkinapaikan säännöillä,
- mahdollisuutta yhtiöjärjestyksessä määrätä varojen jakamiseen liittyvistä menettelyistä,
- mahdollisuutta osakkeiden liikkeeseenlaskussa sopia siitä, että osakkeen merkinnässä maksettu ylikurssi on jakokelpoinen,
- vapaata oikeutta yhtiöjärjestyksessä määrätä osakkeiden äänivaltaeroista,
- erilaisista osakkeiden luovutusrajoituksista määräämistä,
- mahdollisuutta jatkaa yhtiön toimintaa oman pääoman menettämisen jälkeen, mikäli osakkaat ja velkojat hyväksyvät menettelyyn,
- vähimmäisosakepääoman tarpeen uudelleen arvioimista, sekä
- mahdollisuutta yhtiöjärjestyksessä määrätä johdon vahingonkorvausvastuun laajuudesta.

Tahdonvaltaisuuden ja sopimusvapauden laajentamiseen liittyy luonnollisesti kysymys siitä, minkälaisia siirtymäjärjestelyjä tällöin on luotava. On mahdollista, että osakkaat ovat sopineet tietyistä järjestelyistä olettaen osakeyhtiölain säännösten olevan pakottavia. Muutokset voivat vaikuttaa asetelman tasapainoisuuteen. Sama kysymys liittyy toisaalta lähes kaikkiin yhtiölainsäädännön muutoksiin, eikä lähtökohtana voi olla lain täydellinen muuttumattomuus.

### 4.3.3 Nojautuminen yleisiin periaatteisiin

Osakeyhtiölakiin voidaan katsoa sisältyvän yleisiä periaatteita, kuten osakkaiden yhdenvertaisuus, enemmistöperiaate, sidotun pääoman pysyvyys, osakkeen vapaa luovutettavuus ja voiton tavoittelu (yhtiön osakkeen arvon maksimoiminen). Yleiseksi periaatteeksi voidaan katsoa myös sopimusvapaus. Osakeyhtiölain yksityiskohtainen sääntely voidaan lähes poikkeuksetta palauttaa tämäntapaisiin periaatteisiin, ja suurimmalta osalta juuri edellä mainittuihin periaatteisiin. Esimerkiksi omien osakkeiden hankintaa koskeva päätöksentekomenettely tähtää kaikkien osakkaiden yhdenvertaiseen kohteluun ja säännökset hankinnan tekemisestä vain jakokelpoisilla varoilla sidotun pääoman pysyvyyteen.

Vuosien kuluessa yksityiskohtaisen sääntelyn määrä on lisääntynyt. Yksityiskohtaisten säännösten määrä on omiaan hämärtämään yleisten periaatteiden merkitystä. Käytännössä on esiintynyt tilanteita, joissa on luultu yksityiskohtaisten muotovaatimusten täyttämisen olevan riittävää, eikä ole kiinnitetty huomiota menettelyn tosiasialliseen vaikutukseen osakkaiden yhdenvertaisuuden kannalta. Tällainen ajattelutapa on ollut yleistä asunto-osakeyhtiöiden päätöksenteossa, jossa osapuolten yhtiöoikeudellinen asiantuntemus on rajallista. Samanlaista ajattelua esiintyy todennäköisesti myös osakeyhtiöissä. Toisaalta päätöksenteko saattaa useissa tilanteissa estyä lain yksityiskohtaisten muotovaatimusten takia, vaikka aiottu menettely toteuttaisi täydellisesti esimerkiksi osakkaiden yhdenvertaisuuden vaatimukset.

Edellä on katsottu osakeyhtiöiden tarvitsevan joustavuutta päätöksenteossaan. Jos laissa voitaisiin nojata nykyistä enemmän osakeyhtiöoikeuden yleisiin periaatteisiin, eli jos sääntely voitaisiin kirjoittaa joiltain osin yleisempään muotoon, säästytettäisiin yhtäältä muotovaatimusten aiheuttamilta kustannuksilta (erityisesti päätöksenteon täydellinen estyminen) ja toisaalta saatettaisiin joissakin tapauksissa nykyistä paremmin saavuttaa materiaallinen oikeudenmukaisuus. Nojautuminen yleisiin periaatteisiin merkitsisi myös näiden kirjoittamista lakiin näkyviin. Tämä edistäisi lain selkeyttä ja voisi helpottaa sääntelyn ymmärtämistä.

Yleisiin periaatteisiin nojautuminen voisi merkitä esimerkiksi

- erilaisten päätöksenteon määräänemmistö säännösten uudelleen arviointia (erityisesti omien osakkeiden hankkiminen ja osakepääoman alentaminen);
- osakepääoman yhtiöön tulemiseen liittyvän varmistusmekanismin uudelleen arviointia;
- yhtiökokouksen muotomääräysten keventämistä (ks. jäljempänä); sekä
- lähipiirilainanantoa koskevan teknisen sääntelyn keventämistä.

Yleisiin periaatteisiin nojautumisen ongelmat liittyvät ainakin osapuolten oikeussuojaan. Yksityiskohtaisten määräysten rikkominen on yleensä helpompi osoittaa tuomioistuimessa kuin yleisten periaatteiden rikkominen. Yleisiin periaatteisiin nojautuminen onkin tehtävä huolellisesti ja pitäen jatkuvasti silmällä osapuolten



mahdollisuuksia vedota oikeuksiinsa. Oikeussuojakysymyksiä ja oikeussuojaan liittyviä ongelmia käsitellään tarkemmin jäljempänä. Yleisiin periaatteisiin nojautumisella on yhteys myös jäljempänä käsiteltävään muotovaatimusten kriittiseen arviointiin.

#### 4.3.4 Muotovaatimusten kriittinen arviointi

Osakeyhtiölaki sisältää tällä hetkellä varsin yksityiskohtaisia säännöksiä muun muassa yhtiökokouksen päätöksenteosta: kutsuaika, kokouskutsun sisältö, liitteet, nähtävänä pidettävät asiakirjat, missä muodossa päätöksen kohteena oleva toimenpide voidaan tehdä, päätöksenteon määränemmistö jne. Yksityiskohtaisilla säännöksillä on haluttu turvata etupäässä vähemmistöosakkaiden asemaa. Tavoitteena on ensisijassa ollut varmistaa osakkaiden tiedonsaanti ja mahdollisuus osallistua kokouksiin. Yksityiskohdalliset säännökset helpottavat osakkaiden oikeuksiin vetoamista tuomioistuimissa. Myös kaupparekisterin on helpompi arvioida rekisteröinnin asianmukaisuutta laista ilmenevien yksityiskohtaisten kriteerien valossa.

Yksityiskohtainen sääntely merkitsee lain monimutkaistumista. Erilaisten vaatimusten noudattamisesta aiheutuu yhtiöille kustannuksia. Kustannuksia aiheutuu myös päätöksentekoon liitetyistä pitkistä määräajoista (kokouskutsuajat, sulautumisessa, jakautumisessa ja osakepääoman alentamisessa noudatettavat velkojainsuojamenettelyn määräajat). Äärimmäisissä tilanteissa muodollisuuksien laiminlyönti edellyttää päätöksenteon uusimista ilman, että laiminlyönnillä on tosiasiallisia vaikutuksia osakkaiden asemaan. Näiden kustannusten suhdetta saatavaan hyötyyn tulisi arvioida. Kysymyksen arvioinnissa olennaista saattaa olla osakkaan oikeussuojareittien todellinen tehokkuus, esimerkiksi tuomioistuinten toiminnan asiantuntevuus, nopeus ja menettelyn kustannukset.

#### 4.3.5 Tehokas ja edullinen oikeussuoja- ja seuraamusjärjestelmä

Oikeussuojajärjestelmä kattaa jälkikäteen oikeussuojan, eli tavallisessa vähemmistöosakkaiden ja velkojien mahdollisuuden päästä oikeuksiinsa yleisissä tuomioistuimissa. Laajasti ymmärrettynä oikeussuojajärjestelmän voidaan katsoa pitävän sisällään myös ennakollisen oikeussuojan, osakeyhtiölaissa erityisesti erilaiset muotomääräykset ja määränemmistövaatimukset. Myös epäviralliset mekanismit, kuten vähemmistön aseman loukkaamiseen liittyvä osakekurssin lasku ja tämän ennalta ehkäisevä vaikutus, ovat osa oikeussuojajärjestelmää tai ainakin sen toimivuuden arviointiin vaikuttavia seikkoja. Epävirallinen sanktio voi olla vaikkapa yleinen paheksunta ja yhteiskunnallisen aseman menettäminen. Vain viitteellisten yhtiöoikeudellisten säännösten toimivuus 1700-luvulla saattaa esimerkiksi selittyä lain tai hyvän tavan rikkomisesta seuranneella yhteiskunnallisen aseman menettämisellä.

Jäljempänä oikeussuojajärjestelmää tarkastellaan varsin laajasta näkökulmasta, mukaan lukien erilaiset epäviralliset mekanismit, joilla erityisesti yhtiön vähemmistöosakkaiden ja velkojien asemaa suojataan.

##### *Sääntelyn tiukkuuden suhde oikeussuojaan*

Yhtiöoikeuden peruskysymyksiin kuulu vähemmistöosakkaiden suojan järjestäminen. Vähemmistöosakkaiden asemaa voidaan tarkastella suhteessa enemmistöomistajiin tai yhtiön johtoon. Vähemmistön aseman järjestäminen kummassakin suhteessa on

ratkaisevaa yhtiön menestymisen kannalta. Jos vähemmistönsuoja on liian heikko, yhtiöön ei haluta sijoittaa tai sijoittaja maksaa osakkeista alhaisemman hinnan kuin se muuten tekisi. Jos vähemmistönsuoja on liian vahva, yhtiön toiminta häiriintyy. Vähemmistö voi tällöin estää päätöksenteon tai kiristää itselleen kohtuuttomia etuja. Korostetun vähemmistönsuojan mielekkyys vähenee erityisesti julkisesti noteeratussa yhtiössä, joihin sijoittaneet henkilöt ovat hajauttaneet sijoituksiaan useisiin yhtiöihin ja joilla siten on keskeisenä kriteerinä markkinoiden (kaikkien yhtiöiden) päätöksenteon häiriintymättömyys. Sijoitusten hajautuksen merkitys korostuu, mitä enemmän tavallisten palkansaajien eläkevaroja sijoitetaan arvopaperimarkkinoille.

Velkojien suojan järjestämiseen liittyy verrattain pitkälti samanlaisia kysymyksiä kuin vähemmistöosakkaiden suojan järjestämiseen. Velkojien suojan erityispiirteenä on luonnollisesti se, että velkojat ovat yhtiöoikeudelliseen päätöksentekoon nähden ulkopuolisen asemassa, jolloin myöskin suojamekanismeihin liittyy erityisiä vaatimuksia. Velkojien asema yhtiössä perustuu myös useammin sopimusjärjestelyihin, jolloin yhtiöoikeudellisten suojajärjestelmien merkitys on vähäisempi.

Sääntelyn tiukkuudessa voidaan yleisellä tasolla erottaa kolme lajia:

- kiellot, jolloin tietyt menettelyt on kielletty kokonaan;
- toimenpiteen salliminen, jos osakkaita suojaavat muotovaatimukset täyttyvät (määräenemmistö, ennakkoinformaatio, ulkopuolinen arvioitsija tms.), jolloin sääntely perustuu ennakkollisiin oikeussuojakeinoihin; sekä
- joustavat päätöksentekomuodot (yhtiökokouksen enemmistöpäätös / hallitus päättää), ja osakkaiden mahdollisuus oikeudenloukkauksen tapahduttua päästä oikeuksiinsa jälkikäteen.

Yhtiöoikeudellinen sääntely kevenee mentäessä ensimmäisestä sääntelyn lajista kohti kolmatta lajia. On ajateltavissa, että sääntelyn tiukkuus riippuu muusta oikeussuojajärjestelmästä siten, että mitä paremmin jälkikäteinen oikeussuojajärjestelmä toimii, sitä enemmän yhtiöoikeudellista sääntelyä voidaan vapauttaa. Jos halutaan siirtyä kohti joustavia päätöksentekomuotoja, on samalla pidettävä huoli siitä, että oikeussuojajärjestelmä - virallinen tai epävirallinen - toimii.

#### *Voimassa oleva laki ja viimeaikainen kehitys*

Voimassa olevassa osakeyhtiölaissa on piirteitä kaikista kolmesta edellä mainitusta sääntelyn lajista. Viimeaikoina puhtaat kiellot ovat jossakin määrin vähentyneet ja korvautuneet ennakkollisiin oikeussuojakeinoihin perustuvalla sääntelyllä, esimerkkinä omien osakkeiden hankinnan ja jakautumisen salliminen. Osakeyhtiölakiin näyttäisi muutoinkin liittyvän verrattain paljon erilaisia ennakkolliseen oikeussuojaan yhdistettäviä muutosäännöksiä. Esimerkkeinä voidaan mainita osakepääoman korotus, erityisesti suunnattuun anti, apportiomaisuuden yhtiöön paneminen ja sulautuminen.

On vaikeampi arvioida, missä määrin osakeyhtiölaissa olisi nojaututtu puhtaasti jälkikäteisiin oikeussuojakeinoihin, jolloin varsinainen päätöksenteko olisi jätetty joustavaksi. Yksi vertailukohta saattaisi olla useissa Yhdysvaltain osavaltioissa omaksuttu menettely, jossa yhtiön hallituksella on laajat valtuudet määrätä yhtiön omasta pääomasta, esimerkiksi osakeanneista ja takaisin ostoista. Tähän verrattuna osakeyhtiölain sääntelyä ei ilmeisesti voida pitää kovinkaan joustavana. Jälkikäteinen oikeussuoja on toisaalta yksinomainen silloin, kun on kysymys yhtiön johdon tekemistä liiketoimintaratkaisuksista.

Epäviralliset oikeussuojakeinot näyttäisivät rahoitusjärjestelmän markkinaehtoisuuden myötä korostuneen. Arkihavaintona voidaan esittää, että vähemmistöosakkaiden asema julkisen kaupankäynnin kohteena olevissa yhtiöissä on nykyään parempi kuin kymmenen vuotta sitten. On esitetty, että erityisesti sulautumisten ja suunnattujen osakeantien yhteydessä ei aikaisemmin aina kiinnitetty huomiota kaikkien osakkaiden taloudelliseen asemaan, vaan menettelyt saatettiin toteuttaa yksinomaan johdon tai enemmistöosakkaiden etujen mukaisina (viitteitä tästä esim. KM 1990:44, s. 20; HE 89/1996, s. 17).

Julkisen kaupankäynnin kohteena olevilla yhtiöillä on nykyään selkeät kannustimet varoa vähemmistöosakkaiden loukkaamista. Useissa yhtiöissä kaikkia osakkeenomistajia voidaan pitää vähemmistöosakkaina, koska selkeätä enemmistöomistajaa ei ole. Tehostuneilla markkinoilla osakkeen hintaan liittyvät positiiviset ja negatiiviset kannustimet merkitsevät luonnollista kiinnostusta pitää yllä myös vähemmistöosakkaiden luottamusta yhtiötä kohtaan. Varsinkin ulkomaisten vähemmistöosakkaiden on luontevaa siirtää sijoituksensa toiseen maahan tai yhtiöön, mikäli he eivät usko yhtiö kohtelevan osakkaita tasapuolisesti. Ulkomaisilla vähemmistöosakkailla on myös taloudellisia resursseja oman asemansa puolustamiseen. Sama koskee kotimaisia institutionaalisia sijoittajia. Ulkomaisten osakkeenomistajien kohtuullisen vahva asema näyttäisi koituvan myös kotimaisten osakkeenomistajien eduksi. Julkisten osakeyhtiöiden osalta oikeussuoja näyttäisi vahvistuvan markkinoiden toiminnan avautuessa ja tehostuessa. - On mahdollista, että viime vuosikymmenen tehokkain vähemmistönsuojaa kehittänyt toimenpide ei liittynyt osakeyhtiölakiin vaan rahoitusmarkkinoiden vapauttamiseen.

Muiden yhtiöiden osalta tällaista kehitystä on tapahtunut vain rajoitetusti. Julkisten yhtiöiden kehittyneet toimintatavat saattavat kuitenkin jossakin määrin vaikuttaa koko yrityskenttään ja siihen, miten esimerkiksi yhdenvertaisuusperiaate tunnetaan ja miten siihen osataan vedota.

Olenainen vähemmistönsuojaan liittyvä kysymys liittyy oikeudenkäyntikuluihin, joiden kohoamista on käsitelty jo edellä (jakso 2.5). On selvää, että riidan käynnistäminen yhtiötä, johtoa tai enemmistöosakkaita vastaan on kulujen kohoamisen takia riskialttiimpaa kuin aikaisemmin. Oikeudenkäymiskulujen kohoaminen vaikuttaa enemmän vähävaraisemman osapuolen asemaan, jollaisia ovat tyypillisesti ainakin vähemmistöosakkaat. Kulujen kohoamisen kielteiset vaikutukset saattavat näkyä enemmän pienissä yhtiöissä kuin suurissa yhtiöissä, joissa markkinat osaltaan huolehtivat vähemmistöosakkaiden ja velkojien eduista.

### *Oikeussuojamekanismin kehittäminen*

Voimassa olevan lain yksityiskohtainen menettelysäännöstö on laadittu vähemmistöosakkaiden ja velkojien suojaamiseksi. Erilaiset muotomääräykset ovat suojanneet näitä ryhmiä tilanteessa, jossa yhtiön johdon tai hallitsevan osakkeenomistajaryhmän on pelätty käyttävän asemaansa väärin ja jossa ei ole ollut selvää käsitystä tuomioistuineläytöksen kyvystä ratkaista yhtiöoikeudellisia riitoja. Tällaisissa olosuhteissa erilaisten muotovaatimusten asettaminen on järkevä tapa suojata vaaran alaisia ryhmiä: muotovaatimuksen rikkomisen osoittaminen on suhteellisen helppoa. Muotovaatimusten asettaminen on myös ollut olennaisesti tehokkaampi sääntelymekanismi kuin kyseenalaisten menettelyjen kieltäminen kokonaan.

Edellä on esitetty siirtymistä joustavampaan sääntelyyn, mikä tarkoittaisi muotomääräysten uudelleen arviointia, yleisiin periaatteisiin nojautumista ja tahdonvaltaisen sääntelyn käyttöalan laajentamista. Yhtiöoikeudelliset riidat ovat jo nykyisellään suhteellisen monimutkaisia. Jos sääntelyssä siirrytään kohti joustavampaa sääntelyä, on mahdollista, että riidat ainakin joiltakin osiltaan muuttuvat nykyistä monimutkaisemmiksi. Tämä saattaa lisätä oikeudenkäynneistä aiheutuvaa riskiä.

Vuosittain yleisissä tuomioistuimissa käsitellään vain 200-300 yhtiöoikeudellista riita-asiaa. Juttujen vähyys ja hajautuminen ympäri maata asettaa käräjäoikeuksien ammatitaidon koetukselle. Yhtiöoikeudellisissa riidoissa kaikkien osapuolten kannalta on lähes poikkeuksetta ensiarvoisen tärkeätä saada lainvoimainen ratkaisu mahdollisimman nopeasti. Ratkaisun viipyminen voi haitata olennaisesti yhtiön toimintaa ja huonontaa sijoittajien asemaa.

Kuluriskiä voidaan ajatella vähennettävän nopeuttamalla asioiden käsittelyä. Tämä voisi merkitä sekä tuomioistuinmenettelyn nopeuttamista että muutoksenhakutarpeen vähentämistä. Tämä tavoite voitaisiin saavuttaa keskittämällä yhtiöoikeudellisia riita-asioita tiettyihin tuomioistuihin. Näin voitaisiin lisätä tuomioistuinten asiantuntemusta ja nopeuttaa juttujen käsittelyä. Keskittäminen voisi myös kohentaa tuomioiden laatua ja siten vähentää valituksia ylempiin oikeusasteisiin. Keskittämistä voitaisiin harkita sekä käräjäoikeuksien että hovioikeuksien osalta. Käräjäoikeuksien osalta saattaisi olla mahdollista keskittää asiat seutukunnan suurimpaan käräjäoikeuteen. Jos yhtiöoikeudelliset riidat keskitettäisiin yhteen tai kahteen hovioikeuteen, voitaisiin näiden tuomioille saada selkeämmin ennakkotapauksen luonne. Näin myös yhtiöoikeudellinen oikeudellinen materiaali lisääntyisi ja riitojen aiheet saattaisivat jossakin määrin vähentyä. Toisaalta yleisenä oikeuspoliittisena tavoitteena on, ettei perusteta uusia erityistuomioistuinta tai niitä vastaavia järjestelyjä.

Jälkikäteistä oikeussuojaa voidaan kehittää myös tuomioistuinlaitoksen ulkopuolella. Liitteenä olevassa asianajaja Taivalkosken muistiossa on lueteltu erilaisia menettelyvaihtoehtoja. Voimassa olevassa laissa on omaksuttu eräitä toimivia tuomioistuinmenettelylle vaihtoehtoisia ratkaisuja. Vähemmistöosakkeiden lunastukseen ja sulautumisesta vastustaneiden osakkaiden osakkeiden lunastukseen liittyy voimassa olevassa laissa välimiesmenettely, jonka kulut maksetaan lunastajan tai yhtiön toimesta. Vaikka menettely onkin tarpeettoman raskas ja siten kustannuksia aiheuttava, sen katsotaan toimivan verrattain hyvin. Tämäntapaisen, tosin yksityiskohdiltaan kehitetyn, menettelyn omaksuminen muullakin laissa olisi selvitettävä.

Julkisten osakeyhtiöiden osalta riitojen ratkaisuun on olemassa erilaisia malleja. Esimerkiksi lautakuntatyypinen, suosituksia antava elin, voisi antaa nopeita ja vähemmistön kannalta edullisia ratkaisuja. Mikäli lautakunta olisi riittävän arvovaltainen, olisi näillä ratkaisuilla käytännössä niin suuri painoarvo, ettei tuomioistuinmenettelyä tarvittaisi. Julkisen kaupankäynnin kohteena Suomessa olevien yhtiöiden osalta riidanratkaisumenettelyt voitaisiin perustua pörssin sääntöihin tai listautumissopimuksiin. Mikäli tällainen lautakuntatyypinen elin olisi olemassa, saattaisi olla mahdollista, että myös listaamattomat yhtiöt osoittaisivat yhtiöjärjestyksessään riitoja elimen ratkaistavaksi.

Jälkikäteisen oikeussuojan toimivuudella saattaa olla suurempi merkitys yhtiöoikeuden järjestelmän kilpailukyvyyn kannalta kuin yleensä ajatellaan. Järjestelmien kilpailukyky

toteutuu selkeimmillään Yhdysvaltain osavaltioiden välillä. Delawaren osavaltion kilpailukykyä arvioitaessa kiinnitetään säännönmukaisesti huomiota sen tuomioistuineläitoksen yhtiöoikeudelliseen asiantuntemukseen ja toiminnan nopeuteen. Eräissä vertailuissa tätä on pidetty järjestelmän kilpailukyvyn tärkeimpänä tekijänä.

Vähemmistöosakkaan oikeudenkäyntikuluriskiä voidaan vähentää myös välittömämmin yhtiöoikeuteen liittyvillä toimenpiteillä. Yksi mahdollisuus on todistustaakkasäännösten käyttäminen. Jos esimerkiksi kyse olisi perusteettoman edun antamisesta konserniyhtiölle tai enemmistöomistajan lähipiirille, saattaisi olla perusteltua kääntää todistustaakka ja asettaa yhtiölle velvollisuus selvittää menettelyn asianmukaisuus. Tällainen sääntö saattaisi olla perusteltu senkin vuoksi, että näytön antaminen on yleensä yhtiölle huomattavasti helpompaa kuin yhtiön vähemmistöosakkaalle.

### *Seuraamusjärjestelmä*

Osakeyhtiöoikeudellinen seuraamusjärjestelmä perustuu lähtökohtaisesti vahingonkorvaukselle. Yksinkertaistaen voidaan sanoa, että yhtiön johto on korvausvastuussa vahingosta, jonka se on toimellaan aiheuttanut yhtiölle, tietyille osakkaille tai velkojille. Laissa on eräisiin osakeyhtiölain vastaisiin menettelyihin kytketty muita seuraamuksia, kuten varojen palautusvelvollisuus, pätemättömyys, mitättömyys ja kriminalisointi.

Vahingonkorvaus on osakeyhtiöoikeuden kannalta luonnollinen seuraamus. Se heijastaa toiminnan taloudellista luonnetta. Vahingonkorvauksen myönteinen puoli on, että se toimii seuraamuksena vain niissä tilanteissa, joissa syntyy vahinkoa. Yhtiössä voidaan epäselvässä tilanteessa ajatella, että tietty menettelyvaihtoehto saattaa olla lain tai yhtiöjärjestyksen vastainen, mutta koska siitä ei aiheudu kenellekään vahinkoa eikä siten myöskään seuraamusta, menettely valitaan.

Pätemättömyys, mitättömyys ja kriminalisoinnit merkitsevät usein ehdotonta estettä sen toimenpiteen toteuttamiselle, johon ne on liitetty. Jos johonkin toimenpiteeseen liitetään tämäntyyppinen seuraamus, se merkitsee sitä, ettei toimea voida toteuttaa silloinkaan kun se on kaikkien kannalta hyödyllinen. Sääntely on ongelmallista myös sen epätäsmällisyyden takia: ei ole selvää, mikä virhe esimerkiksi osakepääoman alentamiseen liittyvässä menettelyssä on riittävän suuri, jotta kysymyksessä katsottaisiin olevan laitton varojenjako, johon puolestaan liittyy varojen palauttamisvelvollisuus ja kriminalisointi. Täsmennyttämyys vaivaa kaikkia osakeyhtiölain kriminalisointeja: ei esimerkiksi ole selvää, onko rangaistavuuden edellytyksenä se, että toimenpiteestä on jollekin aiheutunut vahinkoa. Sääntely voi olla myös seurauksiltaan sattumanvaraista. Apporttimenettelyyn liitetty tehostumusseuraamus (OYL 2:4.5) saattaa joissakin tilanteissa olla velkojien edun mukainen, mutta toisissa selkeästi velkojien etujen vastainen.

Vahingonkorvaus ei ole kaikkiin tilanteisiin sopiva seuraamus. Näin on esimerkiksi silloin kun tilanne on tyypillisesti sellainen, ettei syntyneen vahingon määrää voida helposti osoittaa. Vaikka tällaisia tilanteita sisältyykin yhtiöoikeuteen, olisi pidettävä tavoitteena sitä, että laissa ei olisi tarpeettomia kriminalisointeja tai pätemättömyysseuraamuksia.

### **4.3.6 Sääntelytekniikka**

Edellä on arvioitu eräitä sääntelyyn ja sääntelytekniikkaan liittyviä keskeisiä osakysymyksiä, kuten sääntelyn yleisyys ja pakottavuus sekä oikeussuojakeinot.

Sääntelytekniikkaa tulisi myös lain kirjoittamistavan ja ulkoasun osalta arvioida uudelleen. Tämä tarkoittaisi lain selkeyttämistä ja lain käyttämisen helpottamista. Erityisesti pienten yhtiöiden ja näiden neuvonantajien, lähinnä erilaisten tilitoimistojen ja erikoistumattomien lakimiesten, voidaan ajatella hyötyvän lain yleisestä selkeyttämisestä. Mahdollisimman selkeään sääntelyyn pyrkiminen on tietenkin samanaikaisesti yleinen lainvalmistelun tavoite.

Osakeyhtiölain käyttämisen helpottamiseksi voidaan ajatella useita erilaisia menettelyjä.

1. Yleisimmin sovellettavat säännökset sijoitetaan lain alkuun. Tämä tarkoittaa sitä, että esimerkiksi yhtiön hallintoa (nykyään 8 ja 9 luvut), voitonjakoa (12 luku) ja vastuukysymyksiä (15 luku) koskevat säännökset siirtyisivät kohti lain alkua. Voitaisiin ajatella, että suurimmalle osalle yhtiöstä esimerkiksi arvo-osuusjärjestelmää (3 a luku), osakepääoman alentamista (6 luku) ja omien osakkeiden hankkimista (7 luku) koskevat säännökset eivät ole aivan keskeisiä ja siksi ne voitaisiin sijoittaa lain loppupäähän. Tällainen menettely saattaisi olla perusteltua erityisesti pienten yhtiöiden näkökulmasta.
2. Yleisimmin sovellettavat säännökset sijoitetaan luvun alkuun ja esimerkiksi julkisia yhtiöitä koskevat poikkeukset lukujen loppuun erilliseen osastoon.
3. Lain yleiset periaatteet kirjoitetaan lain alkuun näkyviin.
4. Selvitetään, olisiko yhtiökokousinformaatiota koskeva sääntely mahdollista yhdenmukaistaa ja olisiko mielekästä kirjoittaa sääntely vain kertaalleen (ks. kuitenkin seuraava kohta).
5. Säännösten selkeys on tärkeämpää kuin lakitekstin määrä, joten viittaustekniikan valinta ei saa perustua yksinomaan lain pituuden rajoittamiseen. Tarvittaessa esimerkiksi saman sisältöinen säännös on voitava kirjoittaa kokonaan useampaan lainkohtaan, jos vaihtoehtona on vaikealukuinen viittausrakenne.
6. Käytännön kannalta on tärkeää pystyä määrittämään, mitkä lain säännökset ovat pakottavia ja mitkä tahdonvaltaisia ja millä tavalla tahdonvaltainen säännös voidaan osapuolten toimesta ohittaa. Tämä pitäisi kirjoittaa näkyviin lakiin hieman samaan tapaan kuin avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä annetussa laissa on tehty.
7. Käytetään kaikkia nykyaikaisen lainvalmistelun keinoja, kuten väliotsikoita ja pykäläotsikoita. Jaetaan laki tarvittaessa osastoihin ("hallinto", "pääoma", "yhtiörakenteen muuttaminen" jne.). Pyritään erottamaan aineelliset ja muodolliset vaatimukset toisistaan. Käytetään tarvittaessa luettelomuotoja.

#### **4.3.7 Kansainvälistyminen**

Kansainvälistyminen asettaa osakeyhtiöoikeudelle kilpailullisia paineita, joita on käsitelty edellä, mutta myös puhtaasti oikeudellisia paineita.

Erityisesti konserneja ja lähipiiriä koskevaa sääntelyä sekä saattaa mahdollistaa säännös-

ten kiertämisen ulkomaisia yhtiöitä käyttämällä että saattaa estää annettujen mahdollisuuksien hyväksikäyttöä tilanteissa, joissa omistussuhteet ylittävät kansalliset rajat. Jälkimmäisestä esimerkkinä voidaan mainita luotonanto "konsernissa" johon kuuluu ulkomainen emoyhtiö ja useissa maissa toimivia tytäryhtiöitä.

Osakeyhtiölakiin sisältyy säännöksiä johdon asuinpaikasta. Ei ole selvyyttä siitä, takaavatko ne todellisuudessa johdon tavoitettavuuden esimerkiksi vahingonkorvausta koskevassa asiassa.

Yhtiötoiminnan kansainvälistyessä olisi selkeämmin määriteltävä ne periaatteet, jotka ratkaisevat osakeyhtiön sisäisiin kysymyksiin sovellettavan lain. Nykyään Suomessa ilmeisesti sovelletaan "rekisteröintivaltio" -lainvalintaperiaatetta. Tämä kysymys tulisi ratkaista lainsäädännössä. Asialla on merkitystä muun muassa EU:n piirissä toteutettavien lainsäädäntöhankkeiden osalta.

Uudistuksessa tulee selvittää, millä edellytyksillä valtiolliset rajat ylittävä yhtiön kotipaikan siirtäminen, sulautuminen ja jakautuminen voitaisiin sallia. Selvityksessä ja sen ajoittamisessa on otettava huomioon EU:ssa vireillä olevat direktiivihankkeet. Jos EU:n direktiivihankkeet eivät etene, tulisi selvittää, onko syytä edistää vastaavia hankkeita pohjoismaiden tai muiden lähivaltioiden kanssa. Pohjoismaihinkin rajoittuva hanke voisi edistää merkittävästi yhtiöiden toimintamahdollisuuksia.

Suomalaisia yhtiöitä koskevan normiston ja rekisteritietojen saatavuutta tulisi parantaa. Tiedonsaantia voidaan helpottaa muun muassa huolehtimalla siitä, että keskeinen yritystoimintaan sovellettava normisto on sijoittajien saatavana heidän käyttämällään kielellä sekä kehittämällä patenti- ja rekisterihallituksen tietopalveluita.

#### 4.3.8 Tekninen kehitys

Tietoliikenteen ja muun tietotekniikan kehityksellä on vaikutuksia yhtiölainsäädäntöönkin. Kehittyneen tietoliikennetekniikan avulla voitaisiin esimerkiksi helpottaa osakasvallan käyttämistä osakeyhtiössä. Osakkaiden tulisi tulevaisuudessa voida osallistua yhtiökoukukseen tietoverkon kautta sekä videoyhteyksien avulla. Erilaiset kutsut ja ilmoitukset tulisi voida toimittaa myös sähköisesti. Yleisemminkin tulisi selvittää, missä määrin erilaiset asiakirjat voisivat olla sähköisessä muodossa: onko ajateltavissa, että esimerkiksi yhtiökokouspöytäkirja on vain sähköisenä ?

Arvo-osuusjärjestelmän ja vastaavien osakkeiden rekisteröintijärjestelmien olemassaolo tulisi sääntelyssä ottaa huomioon nykyistä kattavammin.

Yleisenä tavoitteena voisi olla teknologianeutraalin lain laatiminen. Informaatioteknologiaan liittyvien uusien tuotteiden ja palvelujen käyttöönotto osakeyhtiöissä ei saisi estyä lainsäädännön takia. Esimerkiksi yhtiöstä annettavan tiedon ja osakkaiden osallistumisen tulisi olla siten säänneltyjä, että tietyt kriteerit täyttävät menettelyt olisivat toteuttamistavasta riippumatta hyväksyttävissä.

#### 4.3.9 Yhteenveto

Sääntelyn joustavuuden lisääminen näyttäisi olevan luonteva keino vastata niihin

haasteisiin, joita rahoitusmarkkinoiden kehitys ja kansainvälinen kilpailu aiheuttavat. Joustavampi sääntely parantaisi yhtiöiden mahdollisuuksia toimia samoilla edellytyksillä kuin ulkomaalaiset kilpailijatkin. Joustavuuden lisääminen parantaisi myös osakeyhtiölain kykyä mukautua muutoksiin. Yhtiöiden ei yhtä usein kuin nykyään tarvitsisi uusien tarpeiden ilmaantuessa jäädä odottamaan lain muuttumista.

Joustava sääntely takaisi pienille yhtiöille nykyistä vapaammat mahdollisuudet järjestää asiansa tarpeittensa mukaisesti. Joustavuus antaisi myös uusia mahdollisuuksia kasvavien yhtiöiden rahoitusjärjestelyille.

Joustavuus ei tarkoita esimerkiksi osakeyhtiölain vähemmistön- tai velkojainsuojasäännöstöstä luopumista. Uudistuksessa pyrittäisiin pikemminkin arvioimaan, voidaanko sääntelystä nykyistä suurempi osa kirjoittaa siten, että osapuolet voivat halutessaan järjestää asiansa haluamallaan tavalla. Joustavaa sääntelyä arvioitaessa on syytä kiinnittää huomiota siihen, että yhtiöt kantavat pääsääntöisesti itse kustannukset epätydyttävistä ratkaisuista. Erityissääntelyssä otettaisiin nykyiseen tapaan huomioon muun muassa ympäristövahinkoihin, tuotevastuuseen tai työoikeudellisiin suhteisiin liittyvät seikat.

Osakeyhtiölain joustavuutta voidaan lisätä ainakin

- lisäämällä sopimusvapautta;
- painottamalla tahdonvaltaista sääntelyä;
- vahvistamalla yleisten periaatteiden merkitystä;
- tarkastelemalla muotovaatimuksia kriittisesti, sekä
- kehittämällä vähemmistöosakkaiden ja velkojien suojajärjestelmää mieluummin jälkikäteisten oikeussuojakeinojen suuntaan

Uudistuksen yksi tärkeimmistä kysymyksestä olisi, mitkä ovat kaikkien osapuolten kannalta tarkoituksenmukaisimmat oikeussuojakeinot. Edellä on katsottu, että uudistuksessa tulisi pyrkiä nojautumaan jälkikäteisiin oikeussuojakeinoin ennakkolisten oikeussuojakeinojen sijasta. Joustavamman sääntelyn omaksumisen edellytyksenä kuitenkin on, että oikeussuojajärjestelmä toimii myös muuttuneissa oloissa. Tämä on myös yhtiöiden itsensä etujen mukaista.

Uudistuksessa tulisi kiinnittää erityistä huomiota sääntelyn selkeyteen. Sääntelyn selkeyttäminen hyödyttäisi erityisesti pieniä yhtiöitä, sillä näille sääntelyn sisällön selvittämisestä aiheutuvat kustannukset ovat suhteellisesti suurempia kuin suurille yhtiöille aiheutuvat kustannukset. Sääntelyn kirjoittamistavassa tulisi nykyistä olennaisesti useammin kiinnittää huomiota pienten yhtiöiden asemaan. "Think small first" voisi olla periaatteena myös Suomessa.

Uudistuksessa olisi kiinnitettävä erityistä huomiota kansainvälistymisen ja teknisen kehityksen sääntelylle asettamiin haasteisiin.

Liitteessä 1 on esitetty yksityiskohtaisia osakeyhtiölain muutostarpeita. Olisi luontevaa ratkaista kokonaisuudistuksen yhteydessä ja edellä kuvatusta joustavan sääntelyn lähtökohdasta ainakin seuraavat kysymykset:

- oman pääoman ja jakokelpoisten varojen sääntely (KTT Riistaman muistio);
- vähimmäispääoman ja pakkoselvitystilasääntelyn tarpeellisuus (AA Ilveskeron muistio); sekä



- osakeyhtiölain ja arvopaperimarkkinalain välinen suhde (AA Himonaksen muistio).

## 5. UUDISTUKSEN TOTEUTTAMINEN

### 5.1 Toteutukselle asetettavat vaatimukset

Edellä on esitetty osakeyhtiölain uudelleen kirjoittamista. Merkittävät osakeyhtiölain uudistamishankkeet näyttäisivät vievän aikaa. Vuoden 1980 osakeyhtiölakia valmisteltiin noin 20 vuotta. Vuonna 1997 voimaan tuleen osittaisuudistuksen valmistelu alkoi osakeyhtiölakitoimikunnassa vuonna 1990. Jos osakeyhtiölaki kirjoitetaan uudelleen ja samalla yritetään vakavasti täyttää edellä asetetut kriteerit, on arvioitavissa, että työn aloittamisesta lain voimaantuloon kestää optimistisenkin arvion mukaan ainakin neljä vuotta. Optimismiin saattaisi antaa aihetta muun muassa se, että nyt voidaan mahdollisesti sopia uudistuksen keskeisistä periaatteista jo ennen varsinaisen uudistushankkeen aloittamista (tarkemmin kohdassa 5.4).

Uudistuksen pitkäkestoisuus aiheuttaa kahdenlaisia ongelmia. Yksi on lainvalmisteluresurssien keskittyminen uudistukseen, jolloin muu yhtiöoikeuden ylläpito, eli pienempien korjausten tekeminen, on vaarassa kärsiä. Toinen on uudistuksen vanheneminen jo ennen sen voimaantuloa.

Edellä esitetyt osakeyhtiöoikeuden haasteet kohdistuvat pitkälti juuri meneillään olevaan voimakkaaseen muutokseen. Riippumatta siitä, miten osakeyhtiölaki päätetään uudistaa, on varottava tilannetta, jossa mahdollisten kiireellisten muutosten toteuttaminen estyy.

Uudistuksen toteuttamiselle voidaan siten asettaa kaksi vaatimusta:

- uudistus kohdistuu lakiin kokonaisuudessaan, ja
- lain kehitys ei pysähdy uudistuksen ajaksi.

### 5.2 Useita osittaisuudistuksia vai koko lain uudistaminen kerralla ?

Osakeyhtiölain kokonaisuudistus voidaan toteuttaa joko useina osittaisuudistuksina tai kerralla tapahtuvana uudistuksena.

Useiden osittaisuudistusten menettelyllä on useita hyviä puolia. Se mahdollistaa kiireellisiksi katsottujen ongelmakohtien korjaamisen suhteellisen nopeasti ja muutoinkin herkemmin reagoinnin muuttuneisiin tarpeisiin. Osittaisuudistuksien avulla työ voidaan jakaa helpommin hallittavissa oleviin kokonaisuuksiin. Se saattaa myös resurssien rajallisuuden takia olla realistisempi lähtökohta uudistukselle kuin kerralla toteutettava uudistus.

Osittaisuudistusten kielteiset piirteet liittyvät uudistuksen toteuttamiseen paloina. Jos lain halutaan lopulta olevan yhtenäinen kokonaisuus, on ennen ensimmäistä osapakettia suhteellisen tarkasti määriteltävä se, miten uudistus kokonaisuudessaan tullaan tekemään. Tämä koskee sekä useita aineelliseen oikeuteen liittyviä ratkaisuja että erityisesti muodollisia ja kirjoittamistapaan liittyviä ratkaisuja. Suunnittelujakso vaatii oman aikansa. On myös epävarmaa, onko suunnittelua mahdollista tehdä siten, ettei varsinaisessa lain kirjoitustyössä havaittaisi tarvetta palata korjaamaan omaksuttuja kantoja.

Osittaisuudistusten laatimista vaikeuttaa osakeyhtiölain eri osien kiinteät yhteydet toisiinsa. Uudistuksen jokaisessa vaiheessa tulisi pyrkiä säilyttämään lain johdonmukaisuus. Osittaisuudistusten tulisi tästä syystä joko olla laajoja paketteja tai sitten niissä tulisi omaksua ratkaisuja, jotka olisivat kauttaaltaan varsin lähellä olemassa olevia, jotta vanhaan sääntelyyn ei tarvitsisi tehdä olennaisia muutoksia. Ensimmäisen vaihtoehdon valinta vähentäisi osittaisuudistuksen etuja ja jälkimmäinen vaarantaisi uudistuksen perustarkoituksen.

Esimerkiksi varojen jakamista koskevaa sääntelyä on seitsemässä eri osakeyhtiölain luvussa. Jos päätöksenteon määräenemmistöjä yhdenmukaistetaan, lisääntyy työn alle otettavien lukujen määrä. Kun varojenjako on ilmeisesti liittyisi yhtiökokouksen päätöksentekoa, voisi olla tarpeen uudistaa myös näitä säännöksiä.

Osittaisuudistukset edellyttäisivät todennäköisesti sitä, että uudet säännökset olisi väliaikaisesti yhdenmukaistettava jäljellä olevaan vanhaan sääntelyyn tai päinvastoin. Tämä merkitsisi joko jo osittaisuudistettujen jaksojen tarkistamista uudistuksen edistytessä tai tarpeettomiksi käyvien muutosten tekemistä vanhaan sääntelyyn.

Osittaisuudistukset saattaa olla hitaampi tapa viedä kokonaisuudistus loppuun. Esimerkiksi voidaan ottaa Ruotsin osakeyhtiölain uudistushanke. Ilman merkittäviä sisällöllisiä uudistuksia toteutettava hanke tulee kestävänsä kokonaisuudessaan ainakin vuoteen 2002, eli 12 vuotta. Kotimaisena - tosin ei ehkä vertailukelpoisena - esimerkkinä voidaan mainita rikoslakiprojekti, jota toteutettiin osittaisuudistuksina kymmeniä vuosia.

Osittaisuudistukset saattaisivat johtaa ongelmallisiin tilanteisiin osakeyhtiölakiin tukeutuvan lainsäädännön osalta. Esimerkiksi vakuutusyhtiö- ja luottolaitoslainsäädännön ajan tasalla pitäminen saattaisi olla vaikeata.

Kerralla toteutettavan kokonaisuudistuksen etuna on luonnollisesti koko tekstin samanaikainen esilläolo. Tämä mahdollistaa sekä aineellisten että kirjoittamistapaa koskevien ratkaisujen viemisen johdonmukaisesti läpi koko lain. Kun tavoitteena on koko lain uudelleen kirjoittaminen, olisi kerralla toteutettava uudistus todennäköisesti nopein tapa saavuttaa tämä tulos. Kerralla toteutettava uudistus on esimerkiksi vakuutus- ja luottolaitoslainsäädännön uudistamisen kannalta huomattavasti osittaisuudistuksia helpompi menettely.

Kerralla toteutettavan uudistuksen ongelmat liittyvät hankkeen laajuuteen. On mahdollista, että hanke kestää suhteellisen kauan. Vaikka koko laki tulisi uudistettua nopeammin kuin osittaisuudistusmenetelmällä, ei tällöin voitaisi valita kiireellisintä osaa ensimmäisenä uudistettavaksi. Kerralla toteutettava uudistus saattaisi edellyttää laajempia valmisteluresursseja kuin osittaisuudistus, erityisesti, jos hanke halutaan saattaa loppuun kohtuullisessa ajassa.

Kerralla toteutettavan uudistuksen kannalta kriittinen kysymys on kyky uudistuksen aikana reagoida osakeyhtiölain muutostarpeisiin. Osittaisuudistuksissa tämä reagointi on lähtökohtaisesti helpompaa, esimerkiksi uudistettavat kohteet ja kulloinkin käsillä olevan paketin laajuus voidaan valita akuuttien muutostarpeiden pohjalta.

Kummallakin uudistustavalla on omat hyvät ja huonot puolensa. Paras ratkaisu olisi kerralla toteutettava uudistus, jonka aikana kuitenkin toteutettaisiin kiireelliset pienemmät

muutokset. Nämä voitaisiin yrittää kirjoittaa siten, että ne mahdollisimman hyvin vastaisivat kokonaisuudistuksen lopullista sisältöä. Kokonaisuudistus on kuitenkin mahdollista toteuttaa myös osittaisuudistuksina. Tähän vaihtoehtoon sisältyy useita myönteisiä tekijöitä.

Saattaa olla järkevintä jättää tämän ratkaisun tekeminen varsinaisen uudistustyön yhteyteen. Tällöin tiedetään paremmin se, minkälaisia muutoksia edellä käsitellyt periaatteet käytännössä merkitsevät ja osataan arvioida muun muassa sitä, ovatko osittaisuudistukset toimiva vaihtoehto.

### 5.3 Kirjoittamistavasta

Pienyhtiöryhmän mietinnössä todettiin, että tarvetta erityiselle pienyhtiölaille ei näyttäisi olevan. Tarve pienten yhtiöiden paremmalle huomioon ottamiselle osakeyhtiölaissa sitävastoin katsottiin olevan. Tämä näkökanta sai tukea lausuntokierroksella. Tämän jälkeen ei ole tullut esiin seikkoja, jotka puoltaisivat erillisen pienyhtiölain laatimista.

Uudistuksessa tulisi pyrkiä olemassa olevien sanamuotojen käyttämiseen aina kun se suinkin on mahdollista. Voimassa olevan lain sanamuotoja voidaan käyttää hyväksi myös niin, että todetaan nykyisin pakottavan sääntelyn olevan tahdonvaltaista, mutta varsinaista tekstiä ei muuteta. Tunnettujen ilmauksien ja sanamuotojen käyttäminen vähentää oikeustilaan liittyvää epäselvyyttä ja lain käyttäjille muutoksesta aiheutuvia kustannuksia.

Edellä lain selkeyttämistä käsiteltäessä on viitattu erilaisiin kirjoittamistapaan liittyviin kysymyksiin. Lain selkeys tulisi asettaa lyhyiden edelle. Kirjoittamisessa tulisi käyttää kaikki sisällön selkeyttä parantavat keinot, kuten erilaiset otsikoinnit. Viittauksia pitäisi välttää. Toisaalta olisi selvitettävä, voitaisiinko erilaisia muutovaatimuksia ja niiden kirjoittamista yhtenäistää siten, että laissa riittäisi asian sääntelemisen kertaalleen. Esimerkiksi yhtiökokouskutsut ja -informaatio sekä rekisteröintiasiat saattaisivat olla sellaisia, jotka voitaisiin kirjoittaa laissa yhteen paikkaan, eikä kuhunkin lukuun hieman toisistaan poikkeavina.

### 5.4 Uudistustyön organisointi

#### *Aikataulu*

Tavoitteeksi tulisi asettaa uuden osakeyhtiölain voimassa oleminen neljän vuoden kuluttua hankkeen aloittamisesta. Aikataulu on kuitenkin riippuvainen käytettävissä olevista resursseista.

Tavoite on aikaisempiin lainvalmisteluhankkeisiin nähden optimistinen. Ottaen huomioon eduskuntakäsittelyn viemän ajan sekä lain hyväksymisen ja sen voimaantulon väliin välttämättä jätettävän ajan, jäisi lainvalmistelun käytettäväksi hieman yli kolme vuotta. Muutamia kuukausia on varattava laintarkastukselle ja lain kääntäminen. Neljän vuoden aikataulu merkitsee käytännössä sitä, että valmisteluun on käytettävissä noin kolme vuotta. Tänä aikana olisi pidettävä mahdollisesti useampikin periaatteellisesti merkittäviä kysymyksiä koskeva lausuntokierros.

Koska kysymyksessä on laaja hanke, voidaan viimeisen, koko tekstiä koskevan lausuntokierroksen arvioida kestävän useita kuukausia. Täydellinen uudistusehdotus olisi tämän aikataulun mukaan oltava käytettävissä hieman yli kahdessa ja puolessa vuodessa hankkeen käynnistämisestä. Tämä aikataulu on selvästi nopeampi kuin esimerkiksi Iso-Britannian kokonaisuudistuksella, jossa valmisteluun käytettävät resurssit ovat moninkertaisia Suomessa koskaan käyttöön saataviin resursseihin nähden.

Kokonaisuudistuksen suhteellisen nopeaa toteuttamista auttaisi se, että hankkeen lähtökohdat on toivottavasti lyöty lukkoon jo ennen työn aloittamista tämän muistion ja siitä käydyn keskustelun seurauksena. Hankkeessa voitaisiin käyttää hyväksi suhteellisen tuoretta lainvalmisteluaineistoa: osakeyhtiölakitoimikunnan mietintö (KM 1992:32), esitys osakeyhtiölain muuttamisesta (HE 89/1996) ja pienyhtiötyöryhmän mietintö (OM / LAVO 1/1998). Syksyllä esiteltävä osuuskuntalain muutos saattaa myös tukea osakeyhtiölain kokonaisuudistusta. Uudistushanketta edesauttaisi myös se, että se voitaisiin tehdä kokonaan kotimaisista lähtökohdista. Lisäksi uudistushanke saattaisi hyötyä eräiden ulkomaisten uudistushankkeiden tuottamasta materiaalista, erityisesti Iso-Britannian Company Law Review -hankkeen yhteydessä tuotetuista selvityksistä.

Edellä on hahmoteltu lain kirjoittamistapaa. Nykyisten sanamuotojen käyttäminen nopeuttaa uudistustyötä monin tavoin, esimerkiksi vähentämällä kirjoitettavien perustelujen määrää.

#### *Organisaatio ja avoimuus*

Osakeyhtiölakia on viimeaikoina uudistettu kahdella tavalla. Ensimmäinen on puhtaasti asiantuntijavoimilla tapahtuva valmistelu, jota noudatettiin 1960-luvulla valmisteltaessa vuoden 1980 osakeyhtiölakia (KM 1969:A 20). Uudistuskomitean puheenjohtaja oli professori Curt Olsson ja alkuperäisinä jäseninä AA Hornborg, prof. Kauppi, LsN Kurkela, Eduskunnan oikeusasiamies Rapola ja hallitusneuvos Sarkio. Osakeyhtiölakitoimikunta 1990 puolestaan oli koottu pitkälti intressiedustusta silmällä pitäen, joskin intressitahot olivat nimenneet työryhmään parasta käytettävissään olevaa yhtiöoikeudellista asiantuntemusta.

Osakeyhtiölain kokonaisuudistuksessa olisi voitava omaksua asiantuntijatyön ja intressiedustuksen parhaat puolet. Asiantuntijatyön etuna on työn tehokkuus. Intressitahojen osallistuminen on keskeistä näiden edustamien sääntelyn erityisen näkökulmien takia. Intressitahojen osallistuminen toteuttaa luonnollisesti samalla lainvalmistelun avoimuutta.

Organisoinnin vaihtoehtoja on monia. Varsinainen kirjoitustyö voitaisiin tehdä muutamassa suppeassa työryhmä, joilla kullakin olisi kirjoitustyöstä vastaava sihteeri. Työryhmien jäsenet ja sihteerit edustaisivat eturivin asiantuntemusta. Kirjoitustyö jaettaisiin työryhmille laajoina kokonaisuuksina. Työryhmien sihteerit osallistuisivat kaikkien työryhmien kokouksiin, myös niihin, joiden osalta he eivät ole kirjoittamisvastuussa.

Työryhmien yläpuolella olisi plenum-kokoonpano, johon kuuluisivat intressitahojen nimittämät asiantuntijat ja suppeiden työryhmien jäsenet. Työryhmien sihteerit olisivat myös plenum-kokoonpanon sihteereitä. Plenum-kokoonpano käsittelee suppeiden työryhmien laatimia asiakirjoja esimerkiksi muutaman kuukauden välein. Näissä

keskusteluissa pyrittäisiin pysymään materiaalisissa kysymyksissä erotuksena puhtaasti teknisestä lainkirjoituksesta. Materiaalista keskustelua pyrittäisiin tukemaan siten, että työvaliokunta liittäisi ehdotuksiin selitysosan, josta käy ilmi asiaan liittyvät olennaiset kysymykset. Plenum-kokoonpanoa ei rasi-tettaisi yksityiskohtaisilla lainkirjoituskysymyksillä, vaan sen jäsenet voisivat halutessaan toimittaa tällaisia kommentteja esimerkiksi kirjallisesti.

Valmistelu edellyttäisi vähintään kahden täysipäiväisen henkilön työpanosta. Valmistelutyön aikana tulisi voida tilata asiantuntijoilta suppeampia selvityksiä valituista asiaryhmistä.

Lopputulos toimitettaisiin laajalle lausuntokierrokselle. Valmistelun aikana voitaisiin tarvittaessa järjestää kuulemistilaisuuksia tai lausuntomenettelyjä taikka näiden yhdistelmiä suppeammista asiakokonaisuuksista.

Manne Airaksinen ja Jyrki Jauhiainen

## SÄÄNTELYN YKSITYISKOHTAINEN MUUTOSTARVE

Jäljempänä luetellaan niitä osakeyhtiölain muutostarpeita, jotka ovat olleet esillä oikeusministeriössä laaditussa osakeyhtiölain valmistelusuunnitelmassa (23.6.1997), jotka ovat muutoin tulleet oikeusministeriössä esille tai joihin ulkopuoliset tahot ovat kiinnittäneet huomiota.

Luettelo ei ole tyhjentävä. Luetteloon on otettu sellaisia seikkoja, joilla on yleisempää mielenkiintoa. Vähäisiä muutoksia tai lähinnä lainsäädäntötekniikkaan liittyviä kysymyksiä ei ole otettu luetteloon. Tällaisia on merkittävämpien muutosehdotusten ohessa lueteltu esimerkiksi Keskuskauppakamarin ja Teollisuus ja työnantajat -järjestön oikeusministeriölle toimittamissa muistiossa.

Edellä varsinaisessa muistiossa laajasti käsitellyt kysymykset, kuten rahoitusvälineiden joustava käyttö, omien osakkeiden hankinta, informaatioteknologian hyväksikäyttö ja ulkomaalaisten osakkeenomistajien mahdollisuus osallistua yhtiökokoukseen, on tässä jätetty vähäisemmälle huomiolle.

Kaikki luettelossa olevat seikat eivät todennäköisesti ole sellaisia, että ne johtaisivat lain muutoksiin. Useissa tapauksissa on kysymys kysymyksestä, jonka sääntelytarve olisi erikseen selvitettävä. Tällainen on esimerkiksi yhtiökokousmenettelyn tarkempi säänteleväminen.

### 1 YHTIÖKOKOUSMENETTELY

Osakeyhtiölaissa ei ole juurikaan yhtiökokousmenettelyä koskevia säännöksiä. Niinpä yhtiökokouksen puheenjohtajalla on valta tehdä päätöksenteon ja usein lopputuloksen määräytymisen kannalta olennaisia ratkaisuja. Nämä voivat koskea esimerkiksi ääniluettelon pitämistä, puheenvuoroja, äänestysmenettelyä, äänestysjärjestystä tai ään-tenlaskentaa. Osapuolten etujen mukaista saattaisi olla sellaisen tahdonvaltaisen sääntelyn luominen, jolla nämä keskeiset kysymykset ratkaistaisiin. Tahdonvaltaisen sääntelyn ulottuvuutta ja tarkkuutta arvioitaessa tulisi ottaa huomioon myös se, että noteerattujen yhtiöiden osalta yksityiskohtaista sääntelyä voidaan haluttaessa toteuttaa myös markkinapaikkojen itsesääntelyllä. Yhtiökokouksen puheenjohtajan asemaa olisi muutoinkin selvennettävä, esimerkiksi vahingonkorvaussäännösten osalta puheenjohtajan asema on tällä hetkellä sääntelemättä.

### 2 HALLINTO

Osakeyhtiön hallintoon liittyvä yleisempi kysymys on, miltä osin yhtiön hallintoa on syytä säännellä pakottavin säännöksin ja miltä osin on mahdollista käyttää tahdonvaltaista

sääntelyä, joka antaa yrityksille vapaammat kädet yhtiön toiminnan tehokkaalle järjestämiselle.

Uudistuksessa tulisi selvittää, voidaanko yhtiöjärjestyksessä määrätä yhtiön sisäisestä toimivaltaajaosta nykyistä vapaammin (pienyhtiöryhmän mietintö 1/1998). Voimassa olevan lain muodollisesta toimivaltaajaosta poikkeava organisaatiomalli voi olla tarpeen yhtäältä yrittäjäosakkaan johdolla toimivassa pienyhtiössä, ja toisaalta suuressa yhtiössä, jossa vastuuta päivittäisestä johtamisesta jaetaan useammalle johtajalle.

Konsernihallinnon osalta tulisi myös selvittää, millä edellytyksillä emoyhtiö voisi toimia tytäryhtiön hallituksena tai sen jäsenenä. Sanottu kysymys liittyy myös emoyhtiön vastuuseen tytäryhteisön toiminnasta (jäljempänä 1.8).

### **3 SIDOTUN PÄÄOMAN PYSYVYYS SEKÄ OMIEN OSAKKEIDEN HANKINTA JA LUNASTUS**

Sidotun oman pääoman pysyvyyteen liittyvät säännökset, kuten varojen jaon edellytykset, vaikuttavat oman pääoman ehtoisen rahoituksen saatavuuteen ja hintaan. Toisaalta näillä säännöksillä saattaa olla vaikutusta myös vieraan pääoma ehtoiseen rahoitukseen. Yksi avoin kysymys on, missä määrin sidotun pääoman pysyvyyttä koskeva sääntely vaikuttaa velkarahoitusta tarjoavan arvioon yhtiön riskipitoisuudesta. Sidotun pääoman pysyvyyttä koskeva sääntely voidaan yleisemminkin asettaa kysymyksenalaiseksi.

Iso-Britannian Company Law Review:ssa kirjoitetaan (osa 3, Company Formation and Capital Maintenance, Dti, October 1999) "We note however from responses to our earlier consultation that major creditors attach relatively little importance to the amount of a company's share capital, compared with other indicators of its creditworthiness; and that for many private companies the amount of share capital subscribed is in any case minimal."

Asiakirjassa ehdotetaan mm. osakepääoman alentamisen olennaista helpottamista yksityisissä yhtiöissä, joita EU:n toinen yhtiöoikeudellinen direktiivi ei koske.

Omien osakkeiden lunastamiseen ja hankkimiseen liittyy suuri määrä erityisiä muotovaatimuksia (osakasinformaatio ja määräänemmistövaatimukset) verrattuna osingonjakoon. Kuitenkin kysymys on pitkälti samantapaisesta ilmiöstä, joskin omien osakkeiden lunastamiseen saattaa liittyä velkojainsuojakysymyksiä. Osakepääoman ja muun sidotun oman pääoman alentamista sekä omien osakkeiden lunastamista ja hankkimista koskevia erityissäännöksiä on yhdessätoista osakeyhtiölain kahdeksastatoista luvusta.

Omien osakkeiden lunastusta ja hankkimista koskevan sääntelyn eriyttäminen nykyisellä tavalla OYL:n 3, 6 ja 7 lukuun vaikeuttaa osakkeiden takaisinottamiskeinoja koskevan sääntelyn ymmärtämistä ja toimintavaihtoehtojen vertailua. Säännöksiin sisältyy hankalia viittausketjuja (erityisesti OYL 7:3 §). Säännöksissä ei ole otettu huomioon muun muassa sitä, että lunastuslausekkeen mukaisen lunastuksen ehdot määrätään aina yhtiöjärjestyksessä, omien osakkeiden hankinnasta päättää käytännössä yleensä hallitus valtuutuksen perusteella ja että vararahaston tai ylikurssirahaston alentaminen ei vaikuta osakkeiden (osakeoikeuksien) jakautumiseen osakkaiden kesken. Myös yksittäisissä pykälissä säänneltävien asioiden määrä ja pykälien pituus vaikeuttavat sääntelyn

ymmärtämistä.

Osakepääoman alentamista koskevien säännösten vaikeaselkoisuus on seurausta myös siitä, että niissä ei ole eroteltu osakkeiden, ts. niiden tuottamien oikeuksien, takaisinottamisen edellytyksiä ja toisaalta osakepääoman alentamisen (sidotun pääoman pysyvyys) edellytyksiä.

Omien osakkeiden lunastamista ja hankkimista koskevan päätöksenteon ongelmat liittyvät kolmiportaiseen, osin kasuistiseen ja epäselvään enemmistövaatimukseen. Päätösvaatimuksissa ei ole otettu huomioon esimerkiksi omien osakkeiden mitätöintiä, jako-osattomien etuosakkeiden lakisääteistä etuoikeutta tietyissä tilanteissa, yhtiöjärjestysmääräyksiä omien osakkeiden lunastamisesta tai hankkimisesta eikä kehittyviä omien osakkeiden hankinta/lunastustapoja.

Omien osakkeiden lunastamista ja hankkimista koskevan lakisääteisen osakasinformaation tarpeellisuus on kyseenalaistettu eräiltä osin (mm. välitilinpäätösvelvollisuus). Epäselvänä pidetään omien osakkeiden lunastukseen tai hankintaan käytettävissä olevien voitonjakokelpoisten varojen määrittelyä tilikauden päättymisen ja tilinpäätöksen vahvistamisen välisenä aikana.

Tappion kattamisen jälkeen sovellettava voitonjakorajoitus (3 vuotta) rajoittaa olennaisesti uuden oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankkimista. Toiseksi on myös epäselvää, sovelletaanko voitonjakorajoitusta silloin, kun muuta sidottua omaa pääomaa alennetaan tappion kattamiseksi.

Tappion kattamista lukuun ottamatta osakepääoman alentamista vastustavilla yhtiön velkojilla on oikeus vaatia saatavansa ennenaikaista suorittamista tai turvaavaa vakuutta. Ainakin joissain tapauksissa yhtiön kannalta tarpeellinen osakepääoman alentaminen voi estyä velkojien suojamenettelyn kustannusten vuoksi.

Lunastuslausekkeeseen tai muuhun lunastusehtoon perustuvan yhtiön oikeuden käyttämisen on väitetty olevan vaikeata tai joissain tapauksissa käytännössä mahdotonta.

Sääntelyssä tulisi harkita muodollisten päätösvaatimusten yksinkertaistamista ja yhdenmukaistamista suhteessa osingonjakoa koskeviin vaatimuksiin. Päätöksenteon osalta lähtökohtana tulisi olla tilanne, jossa liikkeessä olevien osakkeiden lukumäärää vähennetään siten, ettei muutos vähennä osakkaiden omistusten arvoa.

Osingonjakoa vastaavalla tavalla myös omien osakkeiden lunastuksesta ja hankinnasta tulisi yleensä voida päättää enemmistöpäätöksellä silloin, kun noudatetaan yhdenvertaisuusperiaatetta. Erilaisten lunastus- ja hankintatapojen sääntelystä luopumista olisi harkittava. Lunastuksen ja hankinnan ehdoista tulisi voida määrätä yhtiöjärjestyksessä nykyistä vapaammin. Päätöksenteon määräenemmistöön liittyvien vaatimusten lieventämisen yhteydessä tulisi kuitenkin selvittää, edellyttääkö osakkaiden aseman turvaaminen lain yleisten periaatteiden lisäksi erityisvaatimuksia, jos päätös on luonteeltaan sellainen, että se todennäköisesti vaikuttaa osakkaiden omistusten arvoon.

Välitilinpäätöksen laatimisvelvollisuuden tarpeellisuutta tai ainakin sitä, että noteeratun yhtiön taloudellinen asema voitaisiin määrittää osavuositarkastuksen perusteella.

Sääntelyn selkeyttämiseksi tulisi harkita omien osakkeiden lunastamista ja hankkimista



koskevan sääntelyn yhdistämistä (OYL 3:3 §:n säännökset yhtiön lunastusoikeudesta, 6 luku ja 7 luku). Tällöin lunastuksella tarkoitettaisiin osakkaita velvoittavaa omien osakkeiden pakko-ottoa ja hankkimisella yhtiön tarjousta osakkeiden takaisinottamisesta. Samalla tulisi harkita osakepääoman alentamissäännösten eriyttämistä lunastussäännöksistä siten, että lunastaminen ei välttämättä edellyttäisi osakepääoman alentamista. Yhtiölle eri tavoin tullessiin omiin osakkeisiin sovellettaisiin samoja säännöksiä osakkeiden luovuttamisesta ja mitätöimisestä. Omien osakkeiden luovuttaminen voitaisiin säännellä osakepääoman korotuksen yhteydessä.

Sidotun oman pääoman alentamisen sääntelyä selkeyttäisi myös se, että esimerkiksi samassa luvussa säädettäisiin kaikkien sidotun oman pääoman erien alentamisesta (osakepääoman, vararahaston, ylikurssirahaston ja arvonorotusrahaston alentaminen).

Yhtiön päätöksentekoa koskevaa sääntelyn luettavuutta voitaisiin parantaa siten, että myös omia osakkeita ja sidotun oman pääoman alentamista koskeviin päätöksiin sovellettavat menettelysäännökset osakasinformaatiosta ja enemmistövaatimuksista keskitettäisiin yhtiökokousta koskevaan lukuun. Sanotun säännöstekniikan omaksuminen edellyttää tietenkin, että sama ratkaisu omaksutaan muualla laissa, kuten sulautumista, jakautumista, selvitystilaa ja yhtiömuodon muuttamista koskevissa säännöksissä.

Samassa yhteydessä olisi käsiteltävä sidotun pääoman palauttamiseen liittyviä kysymyksiä, kuten varojen lainaamista yhtiön lähipiirille ja omien osakkeiden hankinnan rahoittamisen kieltä (OYL 12:7). Näihin säännöksiin liittyy sekä periaatteellisia että teknisiä ongelmia. Kysymys esimerkiksi lainanannosta ulkomaisia yhtiöitä sisältävässä konsernissa olisi selvitettävä. Omien osakkeiden hankinnan rahoittamista tarkoittava kieltä olisi, EU:n toisen yhtiöoikeudellisen direktiivin antamissa rajoissa, arvioitava kokonaan uudelleen.

#### 4 VÄHIMMÄISPÄÄOMAVAATIMUS

Vähimmäispääomavaatimus voi ainakin teoriassa estää yritystoiminnan aloittamisen osakeyhtiömuodossa, vaikka osakeyhtiö muutoin olisi tarkoituksenmukaisin yritysmuoto. Vähimmäisosakepääomaa koskeva säännös saattaa myös, ainakin periaatteessa, johtaa yrityksen toimintaan nähden ei-optimaaliseen pääomarakenteeseen. Suomessa edellä mainitut vaikutukset lienevät verrattain lieviä, koska yksityisen osakeyhtiön vähimmäisosakepääomaa koskeva vaatimus on alhainen (8 000 euroa).

Vähimmäispääomavaatimusta on viime aikoina perusteltu lähinnä sillä, että se osoittaa osakkailta jonkin asteista sitoutumista yhtiöön. Yritystoiminnan jo aloittaneet osakeyhtiöt pitävät säännöstä yleisesti ottaen toimivana; säännöksellä katsotaan ilmeisesti taattavan jonkinlainen osakeyhtiöiden pääoman vähimmäisstandardi.

Suhtautuminen vähimmäispääomavaatimukseen vaihtelee eri maissa. Lähinnä manner-Euroopassa ja Skandinaviassa osakeyhtiölakiin on perinteisesti sisällytetty vaatimuksia vähimmäisosakepääomasta. Tällaista vaatimusta ei ole esimerkiksi Yhdysvalloissa eikä Iso-Britanniassa. Tutkimuksen ei tietävästi ole voitu osoittaa, että yhtiöiden konkurssit tai väärinkäytökset olisivat viimeksi mainittuun ryhmään kuuluvissa maissa sen yleisempiä kuin vähimmäisosakepääomaa edellyttävissä maissakaan. Vähimmäisosakepääomaan liittyvään kysymyksenasetteluun vaikuttaa EU:n tuomioistuimen Centros-päätös (C-212/97). Tuomiossa katsottiin periaatteessa sallituksi vähimmäispääomasäännöksen kiertäminen siten, että perustetaan yhtiö maahan, jossa vaatimusta ei ole, minkä jälkeen

toimintaa harjoitetaan tämän yhtiön sivuliikkeenä toiminnan tosiasiallisessa kotivaltiossa (tässä tapauksessa Tanskassa).

Uudistuksessa tulisi selvittää, mikä on vähimmäispääomavaatimuksen tosiasiallinen merkitys ja mitä vaikutuksia sillä on yritystoiminnan käynnistämislle ja harjoittamiselle.

## 5 PAKKOSELVITYSTILA

Pakkoselvitystilasääntelyllä tarkoitetaan tavallisesti säännöksiä, jotka pakottavat yhtiön lopettamaan toimintansa, mikäli yhtiön oma pääoma on alentunut alle puoleen osakepääomasta, eikä asiaa saada vuoden kuluessa korjaantumaan.

Sääntely merkitsee ainakin teoriassa myös sellaisten yhtiöiden toiminnan lopettamista, joilla ei ole maksuvalmiusongelmia ja joiden kanssa velkojat ja rahoittajat haluaisivat edelleen jatkaa liiketoimintaa. Pakkoselvitystilavaatimusten vuoksi esimerkiksi pitkäaikaisia tuotekehitys- ja markkinointipanostuksia tarvitsevan huipputeknologian piirissä toimivilta suomalaisyrityksiltä vaaditaan suurempaa oman pääoman ehtoista rahoitusta kuin mitä ulkomaisilta kilpailijoilta.

Suomessa sääntelyä on tulkittu yhtiön johdon kannalta erittäin ankaraksi: johdon on voitu katsoa olevan vastuussa veloista, jotka ovat syntyneet toimenpiteiden laiminlyönnin jälkeen. Huomiota ei ole aina kiinnitetty siihen, miten suuren vahingon johto on toimillaan aiheuttanut. Ankaruudesta vastuu vaikeuttaa pätevän yritysjohtajan rekrytointia pieniin yrityksiin. Vähäisen osakepääoman yritykset ovat käytännössä usein tilapäisesti tilanteessa, jossa pakkoselvitystilan edellytykset täyttyvät, vaikka toiminnan jatkamiseen ei liity mitään ongelmia.

Perimmäinen ongelma tämän tyyppisessä sääntelyssä on se, ettei tase anna oikeata kuvaa yhtiön toiminnan jatkamisen edellytyksistä, vaan se riippuu suuremmissa määrin rahoitusmahdollisuuksista. Lisäksi tase laaditaan going concern -menetelmällä, eikä tässä käytettävillä arvoilla ole välttämättä yhteyttä realisaatioarvoihin.

Yritystoiminnan muutoksen seurauksena yhtiön tase antaa aikaisempaa epätasaisempaa kuvaa yhtiön tulonmuodostukseen vaikuttavista tekijöistä. Taseista puuttuu useita merkittäviä tulonmuodostukseen liittyviä tekijöitä, kuten vaikkapa tuotemerkit tai yhtiön liiketoimintaorganisaatio, joilla voi olla täysin ratkaiseva merkitys yhtiön vastaisille tuloille. Toisaalta taseeseen aktivoidaan aikaisempaa enemmän erilaisten aineettomien hyödykkeiden hankintamenoja. Näiden merkitystä tulonmuodostukselle on vaikea arvioida. Erilaisten aineettomien hyödykkeiden realisaatioarvosta tasearvot eivät välttämättä kerro mitään (ks. liitteenä oleva KTT Riistaman muistio). Yhtiön joutuessa konkurssiin tulevat velkoina otetuksi huomioon useat sellaiset vastuut, jotka näkyvät korkeintaan taseen liitetiedoissa. Tase ei siis tältäkin osin kuvaa yhtiön realisaatioarvoa.

Uudistuksessa olisi selvitettävä, olisiko osakepääoman menettäminen käsiteltävä vain ilmoitusasiana yhtiökokouksessa, jolloin osakkeenomistajilla säilyisi aina vapaa päättävä valta jatkotoimenpiteistä. Tämä täyttäisi EU:n toisen yhtiöoikeudellisen direktiivin asettamat vaatimukset. Yhtiöt voisivat luonnollisesti ottaa nykyisen tyyppisen pakkoselvitystilasääntelyn yhtiöjärjestyksiinsä, mikäli se katsottaisiin esimerkiksi vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen saatavuuden kannalta tarpeelliseksi.

Pakkoselvitystilasääntösten muutostarve on selvitettävä erityisesti siinä tapauksessa, että

vähimmäisosakepääomavaatimuksesta luovutaan. Tämä johtaisi nykyistäkin useammin siihen, että uusiin yhtiöihin sovellettaisiin selvitystilasäännöksiä perustamisesta lähtien.

## 6 VOITONJAKOKELPOISET VARAT

Voitonjakoa koskevalla sääntelyllä voi olla yhteys oman pääoman ehtoisen rahoituksen saatavuuteen ja hintaan. Osakeyhtiölainsäädännön uudistamisessa tulisi selvittää, vastaako voitonjakokelpoisten varojen määritelmä muissa teollisuusmaissa noudatettua toimivana pidettyä käytäntöä. Yhtiön taseen osalta tulisi arvioida esimerkiksi OYL 12:2 §:ssä omaksutun yksityiskohtaisen rajoitussääntelyn tarkoituksenmukaisuutta ja tehokkuutta.

Voitonjaon edellytyksiä koskevassa sääntelyssä ei ole otettu huomioon tilannetta, jossa varojenjaosta päätetään tilinpäätöksen vahvistaneen yhtiökokouksen jälkeen. Tällaiset tilanteet ovat yleistyneet uusien rahoitusinstrumenttien (pääomalaina) ja uusien varojenjakomutojen (omien osakkeiden hankinta) myötä. Ongelmallisena on myös pidetty voitonjakoa ja muuta varojen käyttämistä tilikauden päättymispäivän ja tilinpäätöksen vahvistamispäivän välisenä aikana (ks. OYL 12:2.1 §:n sanamuoto). Samalla on selvitettävä ns. väliosinkoa koskevan sääntelyn tarve (ts. jaetaan osinkoa kulumassa olevalta tilikaudelta).

Voitonjaon sääntelyssä tulisi myös ottaa huomioon konsernirakenteiden vaikutus, kuten tytäryhteisön määritelmän laajentaminen muihin yhteisömuotoihin, tytäryhtiössä jaettavaksi tulevan voiton tulouttaminen emoyhtiössä sekä valtiolliset rajat ylittävät konsernirakenteet.

Eräissä maissa emoyhtiön voitonjaon edellytyksiä ei ole nimenomaisesti sidottu konsernitalinpäätökseen, minkä vuoksi pienemmät konsernit on voitu vapauttaa täydellisen ja julkistettavan konsernitalinpäätöksen laatimisvelvollisuudesta.

## 7 RAKENNEJÄRJESTELYT

Rakennejärjestelyillä tarkoitetaan tässä sulautumista, jakautumista, yhtiömuodon muuttamista ja julkisia ostotarjouksia.

Voimassa olevaan yhtiöoikeudelliseen sääntelyyn liittyy raskaita muotomääräyksiä, esimerkiksi velkojainsuojan määräajat. Näiden uudelleenarvioiminen olisi luonnollisesti tehtävä uudistuksessa. Sääntelyyn liittyy myös eräitä puutteiksi katsottavia seikkoja. Sääntely ei sisällä mahdollisuutta jakautua siten, että vastaanottava yhtiö olisi toimiva yhtiö. Käytännössä näyttäisi olevan tarvetta edellä mainitulla tavalla ikään kuin yhdistää jakautuminen ja sulautuminen.

Osakeyhtiölakiin ei sisälly määräyksiä osakeyhtiön muuttamisesta toiseen yhtiömuotoon, esimerkiksi henkilöyhtiöksi tai osuuskunnaksi. Tällainen muuttaminen saattaa kuitenkin olla tarpeen esimerkiksi verotukseen liittyvistä syistä.

Julkisia ostotarjouksia koskeva sääntely on Suomessa toteutettu arvopaperimarkkina-alueilla. Sääntelyyn liittyy tekijöitä, kuten pakollinen lunastustarjousmenettely (AML 6:7 §) ja siihen liittyvä käyvän hinnan käsite, jotka tulisi yhdenmukaistaa osakeyhtiölain vähemmistöosakkeiden lunastussääntelyn kanssa (OYL 14:19-21 §).

## 8 VASTUU

Vuonna 1997 voimaan tulleessa osakeyhtiölain osittaisuudistuksessa ei selvitetty vastuujärjestelmää koskevia muutostarpeita. Edellä tässä muistiossa on korostettu vahingonkorvauksen olevan seuraamuksena ensisijainen muihin seuraamuksiin nähden. Mikäli vahingonkorvauksen merkitys seuraamuksena korostuu nykyisestään, on säännösten tarkistaminen erityisen perusteltua.

Uudistuksessa tulisi arvioida voimassa olevassa laissa säädetyn vastuuperusteiden jaotellun mielekkyyttä. Yhtiön johto on yhtiötä kohtaan vastuussa huolimattomuudella aiheutetusta vahingosta. Osakasta tai muuta henkilöä kohtaan vastuu voi perustua vain lain tai yhtiöjärjestyksen rikkomiseen. Jälkimmäisen vastuuperusteen osalta on vallinnut epäselvyyttä. On esitetty, ettei yhtiön johdolla olisi lakiin perustuvaa yleistä huolellisuusvelvoitetta ja siten sen laiminlyöntiin liittyvää vastuuta esimerkiksi suhteessa osakkaaseen tai velkojaan ei olisi.

Uudistuksessa tulisi ratkaista yhtiökokouksen puheenjohtajan ja toiminimenkirjoittajien vastuu, joka on nykyään sääntelemättä.

Organisaatiota ja vastuusuhteita koskevissa osakeyhtiölain säännöksissä ei ole juurikaan otettu huomioon konsermirakenteita. Konsernimuotoisesta yritystoiminnasta saatujen kokemusten valossa olisi selvitettävä, onko syytä tarkentaa vastuusuhteita koskevaa sääntelyä. Konserneissa tytäryhtiöt joutuvat usein toimimaan suoraan konsernijohdon antamien määräysten mukaisesti. Tällöin tytäryhtiön johto, erityisesti tytäryhtiön hallitukseen määrätty henkilöt saattavat olla kohtuuttomassa asemassa. Eräissä Euroopan maissa onkin mahdollista nimetä yhteisö hallituksen jäseneksi. Suomessakin oikeushenkilö voidaan jo valita tilintarkastajaksi, jolloin on nimettävä myös päävastuullinen luonnollinen henkilö.

Nykyään vallitsee lievää epätietoisuutta siitä, missä määrin yhtiön johtoon kuuluva voidaan yhtiöjärjestyksen määräyksellä vapauttaa vahingonkorvausvastuusta. Tällainen menettely voitaisiin haluta toteuttaa esimerkiksi osakkaisiin nähden ja huolimattomuuteen perustuvien vahinkojen osalta. Asialla saattaa olla merkitystä pätevien yritysjohtajien saamiselle yhtiöiden hallituksiin. Kysymys olisi uudistuksen yhteydessä selvitettävä.

## 9 SEURAAMUSJÄRJESTELMÄ

Edellä varsinaisessa muistiossa on käsitelty seuraamusjärjestelmään liittyviä kehittämistarpeita. Näyttäisi siltä, että muihin seuraamuksiin kuin vahingonkorvaukseen, liittyy yhtiön toiminnan kannalta ongelmallisia elementtejä. Vahingonkorvaukseen liittyy ongelmia lähinnä silloin, kun vahingon määrän osoittaminen on vaikeata.

On luonnollista, että esimerkiksi yhtiökokouksen lain vastaisiin päätöksiin on liitettävä pätemättömyysseuraamus. Esimerkiksi apportin osalta tämä on kuitenkin kyseenalaista. Osakeyhtiölain rikosoikeudelliset seuraamukset näyttäisivät sattumanvaraisilta. Rikosoikeudellisten seuraamusten osalta olisi selkeästi määriteltävä peruskysymykset: edellyttääkö rangaistavuus vahingon aiheutumista ja onko kyseessä virallisen syytteen alaiset rikokset. Rikosoikeudellisten seuraamusten osalta voidaan kiinnittää huomiota laittoman varojenjaon sanktiointiin. Ensiksikin olisi yksilöitävä, mihin menettelyyn rangaistavuus tarkalleen ottaen liittyy: seuraako sanktio ainoastaan sidotun pääoman lain

vastaisesta palauttamisesta ? Laittoman varojenjaon rangaistusmaksimi on yksi vuosi vankeutta, kun rikoslain mukaan törkeästä kavalluksesta voidaan tuomita enintään neljän vuoden vankeusrangaistukseen.

## 10 HARMAA TALOUS JA TALOUSRIKOLLISUUS

Osakeyhtiölain uudistamisen yhteydessä on kiinnitettävä huomiota talousrikollisuuteen ja siitä käytyyn keskusteluun. Talousrikollisuuden estäminen, rikollisten kiinnisaaminen ja riittävien seuraamusten olemassaolo on yhtiön ja kaikkien yhtiön sidostyhmiä edun mukaista. Samanaikaisesti on myös viranomaisten etujen mukaista, että talousrikollisuuteen puututaan mahdollisimman tehokkain keinoin ja siten, ettei puuttuminen liiaksi rasita rehellisiä yrittäjiä.

Eri viranomaisten ja muiden tahojen teettämien selvitysten perusteella harmaaseen talouteen ja talousrikoksiin käytetyille osakeyhtiöille on tyypillistä, että niiden kirjanpito on laiminlyöty kokonaan tai niin olennaisesti, että yhtiön toimintaa ja taloudellista asemaa ei voida selvittää kirjanpidon perusteella. Suuressa osassa tapauksista kirjanpitoaineisto on kokonaan tai osittain kadonnut. Tällaisissa yhtiöissä ei myöskään yleensä laadita tilinpäätöstä eikä valita tilintarkastajaa ja toimiteta tilintarkastusta. Velkojiensuojasäännösten soveltamiseen vaadittavan näytön hankkiminen edellyttää, että on olemassa kirjanpito ja tilinpäätös. Vain näiden perusteella on mahdollista arvioida osakepääoman maksua, yhtiön johdon toimintaa, yhtiön taloudellista asemaa, varojenjaon edellytyksiä sekä pakkoselvitystilasäännösten noudattamista. Yhtiöoikeuden näkökulmasta näyttäisi siten keskeiseltä se, että yhtiön tosisteistosta olisi rakennettavissa käsitys yhtiön sidotun pääoman käyttämisestä. Tällöinkään ei ole syytä pyrkiä liian suoraviivaisiin ratkaisuihin. Esimerkiksi joskus esillä ollut henkilökohtaisen vastuun asettaminen kaikille osakkaille voi johtaa täysin kohtuuttomiin seuraamuksiin, varsinkin kun osakkailta ei ole mitään toimintavelvollisuuksia yhtiöissä, eikä useinkaan mitään mahdollisuuksia vaikuttaa yrityksen toimintaan.

Osakeyhtiölain kokonaisuudistuksen yhteydessä on arvioitava, missä määrin osakeyhtiölain säännöksillä tosiasiallisesti voidaan estää talousrikollisuutta ja minkälainen sääntely tosiasiallisesti vaikuttaa talousrikollisuuden määrään. On mahdollista, että keskeiseksi elementiksi muodostuvat talousrikollisuuden peittämisyrityksiin, esimerkiksi kirjanpidon hävittämiseen liittyvät seuraamukset.

## 11 MUUN LAINSÄÄDÄNNÖN MUUTOSTARVE

### *Arvopaperimarkkinalaki*

Useassa yhteydessä on esitetty, että julkisia osakeyhtiöitä koskevien osakeyhtiölain säännösten suhde arvopaperimarkkinalakiin (AML) pitäisi selvittää ja säädökset tulisi tarpeellisilta osin yhteen sovittaa. Esimerkiksi Ruotsissa merkittävä osa AML:n säännöksistä, kuten tarjousesite- ja osavuositarkastussäännökset, sisältyy osakeyhtiölakiin.

Uudistuksessa tulisi selvittää OYL:n ja AML:n yhteensovittamismahdollisuudet ainakin seuraavilta osin.

- Omistuksen rekisteröintivaatimusten osalta AML:n liputusvaatimusten hyödyntäminen siten, että sallittaisiin omistuksen hallintarekisteröinti myös suomalaisille osakkaille. Samalla tulisi selvittää, voidaanko yksittäisten osakkeiden

omistuksen rekisteröintivaatimuksesta kokonaan luopua noteerattujen yhtiöiden osalta.

- Osakkeiden, optio-oikeuksien ja vaihtovelkakirjojen merkintä- ja myynti-informaation osalta AML:n vaatimusten hyödyntäminen silloin, kun osakkeiden merkintään tai myyntiin sovelletaan yleisörahoituksen hankkimista koskevia AML:n säännöksiä.
- Yhtiökokousinformaation osalta AML:n säännöllistä ja jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskevien vaatimusten hyödyntäminen OYL:ssa.
- AML:n lunastusarjousvelvollisuuden ja OYL:n vähemmistöosakkeiden lunastuksen yhteensovittaminen (käsitelty myös edellä).
- AML:n arvopaperin määritelmän kehittäminen siten, että siinä otetaan huomioon OYL:n muutosten myötä kehittyvät uudet varallisuus oikeudet (esim. osakkeiden osto-oikeus).

### *Kirjanpito- ja tilintarkastuslaki*

Uudistuksessa selvitettäviä asiaryhmiä.

- Tilinpäätösnormistojen valintamahdollisuudet ovat lisääntyneet (EY, IAS, US-GAAP). Tilinpäätösnormiston valinta saattaa vaikuttaa myös pakkoselvitystilaa koskevien säännösten soveltamiseen -tulisiko pakkoselvitystilasääntelystä luopua tälläkin perusteella?
- Pienyritysten kirjanpito- ja tilinpäätösvaatimuksia KPL:iin perustuvia vaatimuksia kevennetään. Osakeyhtiölain asettamat vaatimukset olisi vastaavalla tavalla käytävä läpi.
- Tulisiko varojenjaon edellytysten perustua suuremmissa määrin yhtiön maksukykyisyyteen?
- Tilintarkastuspakon säilyttäminen pienyhtiöissä.
- Tilintarkastajan raportointivelvollisuuden täsmentäminen: vastuuvapautta ja voitonjakoehdotusta koskevat lausunnot.

### *Kaupparekisterilaki*

Rekisterijärjestelmän toimivuus ja tehokkuus vaikuttavat monilla tavoin yhtiöoikeuden toimivuuteen. Se vaikuttaa myös esimerkiksi pienten yritysten perustamis- ja hallintokustannuksiin.

Osakeyhtiölain uudistuksen yhteydessä tulee tarvittaessa kiinnittää huomiota siihen, että rekisteriviranomaisen rooli ja toimintatavat ovat riittävän selkeät. Uudistuksessa on huolehdittava tarvittaessa myös siitä, että rekisterinpitoa koskeva sääntely ei estä tietotekniikan käyttöönottoa rekisteri-ilmoitusten tekemisessä ja rekisterinpidossa.

Rekisteriviranomaisen roolin tulisi olla sellainen, että viranomaisen rekisteröi ilmoitukset, jotka eivät ole selvästi lainvastaisia. Rekisteriviranomaisen ei tulisi olla tuomioistuimien, jonka tehtävänä olisi lopullisesti ratkaista kiistanalaiset asiat. Tulkinnanvaraisissa tapauksissa ilmoitetut asiat tulisi viedä rekisteriin ja jättää asia tarvittaessa tuomioistuimessa ratkaistavaksi. Näin jätetään tilaa sopimusvapauden käyttämiselle ja yhtiökäytännön kehittymiselle.

### *Verolainsäädäntö*

Verotus ohjaa käytännössä yhtiöissä tehtäviä ratkaisuja. Kokonaisuudistuksen yhteydessä on kiinnitettävä erityistä huomiota verolainsäädännön ja yhtiöoikeudellisen sääntelyn yhteensovittamiseen. Tämä näkökulma on pidettävä esillä koko valmistelun ajan. Verotuksesta vastaavien viranomaisten onkin oltava kiinteästi mukana valmisteluhankkeessa, jotta yhtiöoikeuden kehitys voidaan ottaa huomioon verolainsäädännössä ja jotta verolainsäädäntöä voidaan tarpeen mukaan muuttaa tapahtuneen kehityksen mukaiseksi.

Manne Airaksinen ja Jyrki Jauhiainen

## OSAKEYHTIÖLAINSÄÄDÄNNÖN MUUTOSHANKKEET MUISSA MAISSA

### 1 POHJOISMAAT

Osakeyhtiölainsäädännön 1970-luvulla toteutetusta pohjoismaisesta harmonisoinnista on huomattavalta osin luovuttu 1990-luvulla. Ruotsissa 1990-luvulla toteutetuissa ja vireillä olevissa muutoksissa seurataan 1970-luvun uudistuksessa omaksuttuja sääntelyn periaatteita. Uudistuksissa sääntelyn rakennetta on kuitenkin muutettu ja sääntelystä on jossakin määrin tehty aikaisempaa yksityiskohtaisempaa.

Norjassa on toteutettu 1990-luvulla uudistus, jonka seurauksena yksityisistä ja julkisista yhtiöistä säädetään eri laeissa. Norjan uudistuksessa on osittain poikettu yhteispohjoismaisessa valmistelussa omaksutuista periaatteista (esim. yksityisen osakeyhtiön osakkeiden luovutettavuus ja takaisinottaminen, riittävän oman pääoman vaatimus sekä oman ja vieraan pääoman suhteeseen sidottu voitonjakorajoitus). Myös uudet norjalaiset lait ovat yksityiskohtaisempia kuin aiempi yhteispohjoismaiseen valmisteluun perustunut osakeyhtiölaki. Joiltain osin tahdonvaltaisen sääntelyn alaa on laajennettu, toisaalta osa uusista periaatteellisista ratkaisuista on säännelty pakottavina.

Tanskassa julkisiin osakeyhtiöihin ja yksityisiin osakeyhtiöihin (anpartsselskab) on sovellettu eri lakeja jo 1970-luvun alkupuolelta lähtien. Vuonna 1996 säädetty uusi yksityisiä osakeyhtiöitä koskeva laki poikkeaa merkittävästi aiemmasta laista, jossa oli otettu Ey-vaatimusten lisäksi huomioon myös yhteispohjoismainen valmistelu. Uudessa laissa on lisätty olennaisesti sopimusvapautta mm. osakkeiden tuottamien oikeuksien ja yhtiön toimielimien tehtävien määrittelyn osalta. Uusi laki on aiempaa yleisluontoisempi, minkä ansiosta pykälien lukumäärä on vähentynyt kahdella kolmasosalla. Uudistuksessa laista poistettiin huomattava osa aiemmin pakottavista vähemmistönsuojasäännöksistä, kuten niin sanottu vähemmistöosakkeiden lunastusoikeus ja -velvollisuus. Yksityiskohtaisen sääntelyn vähentämisen on kuitenkin katsottu johtaneen oikeudelliseen epäselvyyteen ainakin uuden lain säätämistä perustettujen yhtiöiden osalta, koska niiden yhtiöjärjestyksissä ei ole voitu varautua taustalla olleen sääntelyn vähentämiseen. Tanskassa on viimeaikoina keskitytty corporate governance -näkökulmasta yhtiöiden valta-, vastuu- ja valvontasuhteisiin liittyvien käytäntöjen tehostamiseen. Lisäksi on otettu esille kysymys työntekijöiden hallintoon osallistumisen toimivuudesta.

Pohjoismaiden osakeyhtiölainsäädännön yksityiskohtiin edenneen harmonisoinnin purkautuminen on tapahtunut luontevasti. Eri maissa näyttää olevan erilaisia uudistustarpeita sekä erilaisia käsityksiä toimivasta lainsäädännöstä. Tarve tehdä muutoksia verraten nopeasti näyttäisi puoltavan maakohtaista valmistelua. Tulevaisuudessa yhteispohjoismainen lainvalmistelu voi olla tarpeen lähinnä valtiolliset rajat ylittävien sulautumisten, jakautumisten ja kotipaikan siirron mahdollistamiseksi, jos asiaa koskevien EU:n direktiiviehdotusten valmistelu ei etene.



## 2 EUROOPAN UNIONI

Yhtiöoikeudellisen sääntelyn harmonisointi on tällä hetkellä pysähdyksissä. Seuraavaksi toteutettavat merkittävät lainsäädäntöhankkeet koskevat valtiolliset rajat ylittävien rakennejärjestelyjen sääntelyä (ehdotukset 10. ja 14. yhtiöoikeudelliseksi direktiiviksi sekä Eurooppa-yhtiöksi). Harmonisoinnin laajentamisen sijasta paineet kohdistuvat sen kaventamiseen. Sääntelyn keventämistä tarkoittava SLIM-hanke tuottanee yhtiöoikeuden alalla joitakin lievennyksiä ensimmäiseen (julkistamisdirektiivi) ja toiseen (pääomadirektiivi) yhtiöoikeudelliseen direktiiviin (näistä esim. KM 1992:32, s. 46-104). Tämän hankkeen yhteydessä syntyy todennäköisesti keskustelua yhtiöoikeudellisten direktiivien lieventämisestä edelleen. Yhtiölainsäädännön harmonisointiin on direktiivien sijasta etsitty uusia, pehmeämpiä keinoja, kuten suosituksia, selvityksiä ja tietojenvaihtoa.

Harmonisoinnin pysähtymiselle on monia syitä. Yksi syy saattaa olla EU-sääntelyn korkeintaan keskinkertainen laatu, joka yleensä johtuu lopputuloksen aikaansaamisen edellyttämistä vaikeista kompromisseista. Toinen tekijä on yhteisötason sääntelyn myöhemmän muuttamisen vaikeus. On selvästi nähtävissä, että toteutettu yhtiöoikeuden harmonisointi estää yhtiöoikeuden kehitystä. Kolmantena syynä voidaan mainita eri jäsenvaltioiden toisistaan poikkeavat käsitykset yhtiöoikeudellisen sääntelyn luonteesta. Pohjoismaat yhdessä Iso-Britannian kanssa edustavat selkeimmin sallivan sääntelyn linjaa, kun taas saksalaiseen perinteeseen on liittynyt yhtiöoikeuden pakottavuus. Tämä linjaero on kuitenkin viime vuosina lieventynyt.

## 3 EUROOPAN UNIONIN JÄSENVALTIOT

EU:n jäsenvaltioiden piirissä merkittävin yhtiöoikeudellinen uudistushanke on meneillään Iso-Britanniassa. Tavoitteeksi on asetettu osakeyhtiölain uudistaminen kansantalouden kilpailukyyn varmistamiseksi. Hankkeen otsikkona on: Modern Company Law For a Competitive Economy. Tavoitteena on luoda selkeä ja johdonmukainen laki, joka tukee kilpailukykyistä kansantaloutta. Yhtiön eri osapuolille pyritään takaamaan mahdollisimman suuri vapaus omien tehtäviensä toteuttamisessa, mutta samanaikaisesti halutaan pitää kiinni sidosryhmien suojaamisesta. Hankkeessa kiinnitetään erityisesti huomiota globalisaatioon, EU:n lainsäädäntöön, moderniin sääntelykäsitykseen, moderneihin omistusrakenteisiin, yhtiöiden varallisuuden muuttumiseen sekä pienten yhtiöiden suureen merkitykseen.

Ranskassa julkaistiin jo vuonna 1996 Marini -raportti, jossa esitettiin yhtiölainsäädännön joustavuuden lisäämistä, jotta Ranskan yhtiöoikeuden kilpailukyky paranisi. Raportin johtopäätös Ranskan yhtiöoikeudesta oli, että sääntelyssä on kiinnitetty liian vähän huomiota yritysten tarpeisiin, erityisesti tarpeeseen toteuttaa erilaisia joustavia järjestelyjä. Ranskassa on pyritty vastaamaan yhtiöoikeuden jäykkyyksiin kehittämällä erityinen kevennetty osakeyhtiömuoto, Société anonyme simplifiée.

Saksassa on sallittu omien osakkeiden hankkiminen ja tehty eräitä muita yhtiöiden kilpailukykyä kohentavia uudistuksia. Yhtiöoikeuden jäykkyyttä on pyritty vähentämään luomalla "Die kleine Aktiengesellschaft", joka on tähdätty pienille julkisen kaupankäynnin kohteena oleville yhtiöille. Tässä yhteydessä tehdyt osakeyhtiöoikeudelliset muutokset

näyttäisivät suomalaisesta näkökulmasta suhteellisen vaatimattomilta.

Irlannissa on perustettu pysyvä työryhmä, jonka tehtävänä on tutkia yhtiöoikeudellisia muutostarpeita. Työryhmän on tarkoitus tuottaa muutosehdotuksia kahden vuoden välein. Näin pyritään joustavalla tavalla reagoimaan esiintyviin muutostarpeisiin.

Italiassa on juuri toteutettu julkisten yhtiöiden deregulaatiohanke. Nyt Italiassa pyritään selvittämään mahdollisuuksia ulottaa nämä toimet myös pieniin yhtiöihin. Samanaikaisesti Italiassa arvioidaan mahdollisuuksia radikaalimpiin muutoksiin, joilla yritysten kilpailukykyä voitaisiin parantaa. Yksi osa-alue mahdollisissa uudistuksissa on lain yksinkertaistaminen. Italia on tietävästi osoittanut kiinnostusta ranskalaista yksinkertaistettua osakeyhtiömuotoa kohtaan.

Hollannissa on kiinnitetty huomiota corporate governance -kysymyksiin joulukuussa 1998 julkaistun selvityksen perusteella. Yksi selvitettävä seikka on teknologian suhteen neutraalin lainsäädännön valmisteleminen. Hollannissa on myös ryhdytty arvioimaan nykyisen työntekijäosallistumisjärjestelmän toimivuutta yritystoiminnan kansainvälistyessä ja arvopaperipörssien yhdyntyessä.

#### **4 ERÄÄT MUUT VALTIOT JA KANSAINVÄLISET JÄRJESTÖT**

Jäljempänä kuvataan lyhyesti Australian ja Kanadan yhtiöoikeudellisia uudistushankkeita, koska näissä maiden yhtiöoikeudellisia järjestelmiä pidetään yleisesti suhteellisen laadukkaina ja yhtiöoikeudellista kehitystä muutoinkin kiinnostavana. Lisäksi kuvataan tilannetta Yhdysvaltojen Delawaren osavaltiossa.

Australiassa on viime vuosina toteutettu useita yhtiöoikeudellisia uudistushankkeita. Tällä hetkellä vireillä on hanke, jossa yhtiöoikeuden toimivuutta arvioidaan taloudellisesta näkökulmasta (Corporate Law Economic Reform Program). Tavoitteena on kehittää yhtiöoikeutta siten, että yhtiöoikeus edistää yritystoimintaa, työllisyyttä ja taloudellista kasvua. Taustalla on käsitys yhtiöoikeuden ja taloudellisen kasvun välisestä yhteydestä sekä yritysten tarpeesta jatkuvasti mukautua muuttuviin olosuhteisiin. Hankkeella on tarkoitus vähentää sääntelyä kuudella keskeisellä alueella: kirjanpito, rahoitusinstrumenttien liikkeeseenlasku, johdon tehtävät ja corporate governance, yritysostotarjoukset, elektroninen kauppa sekä rahoitusmarkkinat ja sijoitustuotteet.

Kanada on toteuttamassa yhtiölakinsa uudistusta. Ehdotus uudistetuksi Canada Business Corporations Actiksi on tällä hetkellä senaatin käsittelyssä. Uudistuksen yhtenä tavoitteena on varmistaa Kanadan yhtiöoikeuden ja samalla yhtiöiden kilpailukyky tulevaisuudessa. Hanke toteutettiin siitä huolimatta, että aikaisempaa lakia pidettiin edelleen kilpailukykyisenä. Uudistus näyttäisi keskittyvän johdon vastuuseen, osakkaiden aseman kohentamiseen ja uuden teknologian hyväksikäyttöön esimerkiksi yhtiökokouksissa.

Yhdysvalloissa ei ole liittovaltion tasoista yhtiölainsäädäntöä. Julkisen kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden selvästi yleisin rekisteröintipaikka on Delawaren osavaltio. Delawarissa tavoitteena on jatkuvasti pitää yhtiöoikeus mahdollisimman kilpailukykyisenä, koska osavaltion tuloista merkittävä osa tulee yhtiöiden rekisteröintimaksuista. Delawaren yhtiölakia pidetään yritysten kannalta erittäin joustavana. Tutkimuksilla ei ole voitu osoittaa, että Delawaren lainsäädäntö olisi

velkojien, vähemmistöosakkaiden tai yhtiön muiden sidosryhmien kannalta ongelmallinen. Useissa tutkimuksissa on kuitenkin havaittu osakekurssin myönteistä kehitystä yhtiön siirtyessä Delawaren rekisteriin, mistä on päätelty sijoittajien katsovan siirtymisen myönteiseksi tekijäksi. Vaikka tällaisiin tutkimuksiin liittyy useita ongelmallisia tekijöitä, on tutkijoiden valtavirtaus hylännyt aikaisemman väittämän, jonka mukaan siirtyminen yritysten kannalta parhaan lainsäädännön omaavaan osavaltioon olisi lainsäädännön laadun osalta "race to the bottom". Tämän sijasta ilmiötä, jossa yhtiöt ja myös lainsäätäjät hakevat yritysten kannalta toimivinta lainsäädäntöä, on ryhdytty kuvaamaan sanoilla "race to the top".

Myös kansainväliset järjestöt ovat kiinnittäneet aikaisempaa enemmän huomiota yhtiöoikeuden toimintaan. Yksi esimerkki ovat OECD:n hyväksymät "Principles of Corporate Governance" -suositukset. Näiden suositusten johdannossa kirjataan selkeä yhteys yhtiön toimintaperiaatteiden ja kansantalouden toimivuuden välille. Suositusten hyväksymisen jälkeen OECD on perustanut erityisen yhtiöoikeuden yksikön. OECD:n lisäksi Maailmanpankki ja jossakin määrin Kansainvälinen valuuttarahasto ovat kiinnittäneet lisääntyvää huomiota yhtiöoikeudellisia sääntelyjärjestelmiä kohtaan. Maailmanpankki on yhdessä OECD:n kanssa järjestänyt ja rahoittanut useita yhtiöoikeuteen liittyviä seminaarisarjoja (regional roundtables on corporate governance).

**OIKEUSMINISTERIÖLLE TOIMITETUT  
SELVITYS- JA MUUTOSEHDOTUKSET**

Tähän liitteeseen on koottu kirjalliset selvitys- ja muutosehdotukset, jotka on toimitettu oikeusministeriölle osakeyhtiölain muutostarpeen arviointityöhön liittyen Keskuskauppakamarin, Suomen Ammattiliittojen Keskusjärjestö SAK ry:n ja Teollisuuden ja Työnantajain keskusliitto ry:n taholta. Myös yksittäiset yritykset ovat toimittaneet ministeriöön muutosehdotuksia, jotka ilmenevät pääosin edellä mainituista elinkeinoelämän järjestöjen muistioista.

KESKUSKAUPPAKAMARI  
Timo Lappi

MUISTIO 30.9.1999

**Lainsäädäntöneuvos Manne Airaksinen, oikeusministeriö**  
**Lainsäädäntöneuvos Jyrki Jauhiainen, oikeusministeriö**

## **NÄKEMYKSIÄ OSAKEYHTIÖLAIN UUDISTAMISESTA**

Keskuskauppakamari esittää jäljempänä näkemyksiä osakeyhtiölainsäädännön muutostarpeista. Ehdotuksissa ei ole otettu huomioon EY:n yhtiöoikeudellisista direktiiveistä aiheutuvia rajoituksia.

### **1. Osakeyhtiölainsäädännön kokonaisuudistuksen tarpeesta**

Keskuskauppakamari pitää osakeyhtiölainsäädännön kokonaisuudistusta tarpeellisenä. Uudistuksen tarpeellisuutta on käsitelty seikkaperäisesti 10.11.1998 päivätyssä, oikeusministerin allekirjoittamassa asettamiskirjeessä ("Kokonaisarvio osakeyhtiölain uudistustarpeesta ja ehdotus uudistuksen toteuttamisesta").

### **2. Kokonaisuudistuksen päälinjoista**

Osakeyhtiölakiin on tehty useita laajoja ja suppeita uudistuksia. Muutoksia tehtäessä ei ole ollut keskeistä se, millä tavalla osakeyhtiölaki toimii käytännössä eri koosten yhtiöiden toiminnan sääntelijänä.

#### **2.1 Osakeyhtiö-, arvopaperimarkkina- ja verolainsäädännön yhteensovittaminen**

Jotta osakeyhtiöoikeudelliset säännökset toimisivat käytännössä, on välttämätöntä, että säännösten muutoksia valmisteltaessa säännösten käyttökelpoisuus on varmistettu myös vero-oikeudelliselta kannalta. Sama pätee osakeyhtiölain ja arvopaperimarkkinalain väliseen suhteeseen.

#### **2.2 Säännösten havainnollistaminen**

Osakeyhtiölaki on varsin monimutkainen, varsinkin 1.9.1997 voimaantulleen laajan uudistuksen jälkeen. Varsinkin lakia huonosti tuntevan on vaikea löytää laista etsimänsä säännös. Pykälien otsikointi olisi tarpeellinen.

## 2.3 Pakottavan sääntelyn vähentäminen

Osakeyhtiölaista tulisi vähentää pakottavaa sääntelyä ja muuttaa nykyisin pakottavia säännöksiä tahdonvaltaisiksi. Säännösten tahdonvaltainen luonne tulisi osoittaa nykyistä selvemmin. Sääntelyn yksityiskohtaisuutta tulisi vähentää.

## 2.4 Moniportainen sääntely

Osakeyhtiölaissa on erittäin paljon säännöksiä. Yhtäältä säännökset ovat varsin yleisiä, mutta tietyissä kysymyksissä sääntely on erittäin yksityiskohtaista. Osakeyhtiölain luettavuutta saattaisi parantaa tiettyjen yksityiskohtaisten säännösten (esim. sulautumis- ja jakautumissuunnitelmassa mainittavat seikat sekä muut luettelot) siirtäminen osakeyhtiölaista oikeusministeriön päätöksiin samalla tavalla kuin arvopaperimarkkinalainsäädännössä on tehty. Sääntelyn moniportaisuudella on tosin haittansa, kun säännöksiä joutuu etsimäänsä useasta säädöksestä.

## 2.5 Lakiviittausten vähentäminen

Osakeyhtiölain säännöksissä on usein viittauksia lain muihin säännöksiin. Laissa käytetään myös runsaasti "soveltuvin osin" -tyyppisiä säännöksiä. Vaikka viittaussäännökset ovat lainsäädäntöteknisesti käteviä, lain käyttäjän kannalta ne ovat ongelmallisia. Säännösten kirjoittaminen auki viittausten sijaan olisi käyttäjän kannalta parempi ratkaisu siitä huolimatta, että laki pitenisi huomattavasti. Säännösten kirjoittaminen auki helpottaisi käyttäjän asemaa myös sen vuoksi, että tällöin lainvalmisteluasiakirjoissakin (lähinnä hallituksen esityksissä) säännöksiä perusteltaisiin juuri kyseisen toiminnan kannalta.

## 2.6 Määräenemmistövaatimusten lieventäminen

Osakeyhtiölaissa on omaksuttu yhtiöoikeudellisia direktiivejä tiukempia määräänemmistövaatimuksia. Tiettyjen päätösten tekeminen edellyttää lisäksi enemmistöä yhtiön kaikista osakkeista, mikä vaikeuttaa päätöksentekoa yhtiössä. Quorum- ja korkeiden määräänemmistövaatimusten perusteena on ollut passiivisten osakkaiden suojaaminen: voidaan perustellusti kysyä, onko suoja yhtiön enemmistöosakkaiden kannalta oikeudenmukainen. Tekninen kehitys mahdollistanee jo lähiaikoina nettiyhtiökokousten järjestämisen siten, että osakkaat voivat olla läsnä yhtiökokouksessa tekemässä päätöksiä verkon välityksellä. Lisäksi rajat ylittävät yritysjärjestelyt lisäävät nettiyhtiökokousten tarvetta. Koska yhtiökokoukseen osallistuminen on myös pienosakkaille jatkossa helpompaa kuin nykyisin, quorum- ja tiukoista määräänemmistösäännöksistä voitaisiin luopua.

## 3. Yksityiskohtaisia muutosehdotuksia

### 1 luku. Yleisiä säännöksiä

**1 §.** Valmistelutoimeksiannossa todetaan, että yksityisten osakeyhtiöiden pääoma-vaatimusta tulisi arvioida uudelleen. Keskusteluissa on ollut esillä vähimmäispääomavaatimuksen poistaminen yksityisiltä osakeyhtiöiltä.

Vähimmäisosakepääomalla toimivan yksityisen osakeyhtiön osakepääoma ei käytännössä suojaa yhtiön velkojia eikä yhtiön muita sidosryhmiä. Kuitenkin vähim-

mäisosakepääomavaatimus erottaa osakeyhtiön muista yhteisömuodoista. Se on myös yksi peruste osakkeenomistajien henkilökohtaisen vastuun puuttumiselle.

Jos vähimmäisosakepääomavaatimuksesta luovuttaisiin, yksityisten osakeyhtiöiden osakkeenomistajien tai johdon vastuuta yhtiön sitoumuksista tulisi puolestaan lisätä. Myös selvitystilaan asettamista koskevia säännöksiä tulisi ankaroittaa nykyisestä. Nämä vaihtoehdot eivät ole toimivia.

Yksityisiltä osakeyhtiöiltä ei tulisi poistaa vähimmäispääomavaatimusta. Jos 50 000 markan pääoma on yritysten perustamista vähentävä tekijä, yritysten perustamista tulisi helpottaa kehittämällä muita yhtiömuotoja (etenkin avointa ja kommandiittiyhtiötä) koskevia säännöksiä, myös vero-oikeudellisia säännöksiä.

**4 §.** Säännöksen 1 momentin 4 kohdassa tarkoitettu häneen avioliitonomaisessa suhteessa oleva henkilö -määritelmä on aiheuttanut tulkintavaikeuksia. Kun avioliitonomaisessa suhteessa elämisen muodot ovat lisääntyneet, avioliitonomaisessa suhteessa asuvan tarkempi ja yksiselitteisempi määrittely olisi tarpeellista. Määritelmän tulisi olla yhdenmukainen muualla lainsäädännössä (mm. verolainsäädännössä) käytettyjen käsitteiden kanssa.

## **2 luku. Osakeyhtiön perustaminen**

**14 §.** Säännöksen 2 momentin mukaan perustamiskirjasta johtuvasta velvoitteesta vastuu siirtyy yhtiölle sen jälkeen kun se on rekisteröity.

Korkein oikeus on ratkaisussaan 1999:26 katsonut, ettei velvoite, joka on syntynyt ennen perustamiskirjan laatimista, voi olla perustamiskirjasta johtuva velvoite. Säännöstä tulisi selventää.

## **3 luku. Osake, osakekirja ja osakeluettelo**

**2 §.** Säännöksen mukaan osake voidaan rajoituksitta luovuttaa ja hankkia, jollei laista tai yhtiöjärjestyksestä muuta johdu. Yhtiöjärjestyksessä näitä oikeuksia voidaan rajoittaa vain 3 ja 4 §:n mukaisesti.

Epäselvyyttä ovat aiheuttaneet tilanteet, joissa yhtiöjärjestyksessä olevalla lunastuslausekkeella velvollisuutta osakkeiden lunastukseen porrastetaan hankitun määrän mukaan. Asiasta on esitetty erilaisia kantoja mm. oikeuskirjallisuudessa.

**3 §.** Lunastuslausekkeista on aiheutunut paljon riitaisuuksia, joita on käsitelty korkeimmassa oikeudessa asti. Säännöksen muotoilua uudelleen tulisi harkita ottaen huomioon mm. KKO:n käytäntö.

Yksi ongelma liittyy säännöksen 1 momentin 4 kohtaan, jonka mukaan yhtiöjärjestyksessä on määrättävä yhtiölle esitettävän lunastusvaatimuksen aika.

Säännöksen perusteella on epäselvää, sovelletaanko määräaika silloin, kun yhtiö käyttää yhtiöjärjestyksen perustuvaa lunastusoikeuttaan.

## **4 luku. Osakepääoman korottaminen**

**12b ja 12c §.** Säännökset ovat esimerkkejä vaikeasti avautuvista viittaussäännöksistä. Lain pitenemisestä huolimatta lain käyttäjän kannalta olisi selvempää, että säännökset kirjoitettaisiin auki koskemaan optio-oikeuksia ja vaihtovelkakirjalainoja. Tällöin ei tarvitsisi käyttää "soveltuvin osin" -sääntelytekniikkaa.

## **6 luku. Osakepääoman alentaminen**

**4 §.** Säännöksen 1 momentin mukaan alennetulle osakepääomalle, muulle sidotulle pääomalle ja 12 luvun 2 §:n 1 momentissa tarkoitetuille muille jakokelvottomille erille on jätävä osakepääoman alentamisen jälkeen täysi kate.

Säännöksessä ei ole määritelty, millä tavalla täysi kate lasketaan. Täyden katteen määrittely säännöksessä olisi tarpeellista.

**6 §.** Säännöksessä säädetään osakepääoman alentamiseen liittyvistä määräajoista, jotka ovat varsin pitkiä. Uudistuksen yhteydessä tulisi harkita määräaikojen lyhentämistä ja kuulutuskertojen vähentämistä.

## **7 luku. Omat osakkeet**

**1 §.** Säännöksen 2 momentin mukaan vastaanottaessaan liikkeen yhtiöiden sulautuessa yhtiö saa hankkia liikkeeseen kuuluvan yhtiön osakkeen.

Säännöksestä ei käy ilmi, voiko yksityinen osakeyhtiö hankkia kaikki osakkeensa esimerkiksi silloin, kun emoyhtiö sulautetaan sen täysin omistamaan tytäryhtiöön ns. vastavirtafuusiolla. Tässä tilanteessa kaikkien omien osakkeiden hankkimisen tulisi olla sallittua myös yksityisille osakeyhtiöille poiketen luvun 6 §:stä.

**4 §.** Säännöksen mukaan omien osakkeiden hankkimista koskevasta päätöksestä tulee ilmoittaa samalla tavalla kuin kutsu yhtiökokoukseen toimitetaan. Luvun 5 §:n mukaan hankittaessa osakkeita julkisessa kaupankäynnissä hankintapäätös tulee julkistaa arvopaperimarkkinalain 2 luvun 7 §:n mukaisesti.

Jos yhtiö hankkii omia osakkeitaan julkisessa kaupankäynnissä, arvopaperimarkkinalain 2 luvun 7 §:n mukaisen ilmoituksen tulisi riittää.

**6 §.** Julkinen osakeyhtiö ei voisi säännöksen mukaan hankkia omia osakkeitaan siten, että yhtiön osakkeiden nimellisarvo tai niiden tuottama äänimäärä hankinnan jälkeen on yli viisi prosenttia yhtiön osakepääomasta tai kaikkien osakkeiden äänimäärästä.

EY:n pääomadirektiivi sallii sen, että yhtiö omistaa enintään 10 prosenttia yhtiön osakepääomasta tai kaikkien osakkeiden tuottamasta äänimäärästä. Pääomadirektiivin mukaisen enimmäisomistuksen salliminen helpottaisi mm. yritysjärjestelyjä. Uudistuksen yhteydessä tulisi harkita, onko perusteita säilyttää viiden prosentin enimmäisraja vai olisiko se syytä korottaa 10 %:iin.

**7 §.** Säännöksen 1 momentin mukaan yhtiökokous päättää yhtiölle kuuluvien omien osakkeiden luovutuksesta. Lisäksi luvun 8 §:ssä on säädetty siitä, milloin omat osakkeet on viimeistään luovutettava.



Vastavirtafuusiassa osakkeet siirtyvät osana muuta yhtiön varallisuutta vastaanottavalle yhtiölle sulautumisen voimaantulohetkellä. Säännöksen mukaan on epäselvää, onko edellä mainittu mahdollista esim. siten, että sulautumissuunnitelmaan otetaan tällainen vastike-ehto ja sovitaan, että sulautuvan yhtiön osakkeenomistajille annetaan vastikkeeksi sille sulautumisessa siirtyvät vastaanottavan tytäryhtiön omat osakkeet.

**8 §.** Säännöksen 4 momentin mukaan osakepääomaa on heti alennettava osakkeiden yhteenlaskettua nimellisarvoa vastaavalla määrällä mitätöimällä osakkeet, jos osakkeita ei ole luovutettu määräajassa.

Omien osakkeiden hankkiminen on tarkoin säädelty ottamalla huomioon sidosryhmien suojantarve. Koska pääomadirektiivikään ei edellytä osakepääoman alentamisenmenettelyä, tulisi harkita yksinkertaisemman mitätöintimenettelyn käyttöönottoa.

## **8 luku. Yhtiön johto**

**15 §.** Säännöksessä säädetään yhtiön edustajan kelpoisuutensa tai toimivaltansa ylittäen tekemien oikeustoimien vaikutuksista.

Erottelu kelpoisuuteen ja toimivaltaan on ollut varsin epäselvä. Uudistuksen yhteydessä tulisi pohtia, voisiko jaottelusta kelpoisuuteen ja toimivaltaan luopua ja laatia säännöksestä yksinkertaisemman ja toimivamman.

## **9 luku. Yhtiökokous**

Yhtiökokouksen käytännön järjestelyistä (esim. useiden päätösehdotusten keskinäinen vastakkainasettelu) ei ole laissa säännöksiä. Uudistuksen yhteydessä tulisi harkita, tulisiko yhtiökokouksen käytännön järjestelyistä säätää tarkemmin lain 9 luvussa tai OM:n päätöksessä.

**4 §.** Yhtiökokous tulee pitää yhtiön kotipaikassa, jollei yhtiöjärjestyksessä ole määrätty toisin. Erityisen painavista syistä yhtiökokous saadaan pitää muuallakin.

Laajapohjaisissa yhtiöissä osakkeenomistajien kokoaminen yhtiökokoukseen samaan tilaan ei ole käytännössä mahdollista. Tekniikan kehittyessä yhtiökokouksen järjestämistä koskevia säännöksiä tulee kehittää vastaavasti. Esimerkiksi yhtiökokouksen järjestäminen ja siihen osallistuminen tulisi mahdollistaa verkon välityksellä ja yhtiökokouksen järjestäminen esim. videojärjestelmän avulla samanaikaisesti usealla paikkakunnalla.

**9 §.** Säännöksen 2 momentin mukaan kirjallinen kutsu tulisi lähettää säännöksessä tarkoitetuissa asioissa kirjallisesti jokaiselle osakkeenomistajalle, jonka osoite on yhtiön tiedossa. Säännöksen 2 ja 3 momentissa säädetään yhtiöjärjestyksen muutoksen pääasiallisen sisällön mainitsemisesta kokouskutsussa ja tilinpäätösasiakirjojen lähettämistä osakkeenomistajalle.

Kirjalliseen lähettämiseen tulisi rinnastaa sähköpostilla, matkapuhelimen tekstiviestijärjestelmällä ja muilla vastaavilla tavoilla tapahtuva kutsun lähettäminen. Riittävää tulisi olla, että yhtiö lähettäisi osakkeenomistajalle tiedon pykälässä mainitun asian käsittelemisestä ja muilta osin viittaisi esim. yhtiön Internet-kotisivulle, josta muu yh-

tiökokousmateriaali olisi löydettävissä, tallennettavissa osakkeenomistajan saataville ja tarvittaessa sieltä tulostettavissa.

**12 §.** Säännöksen 4 momentissa säädetään osakkeenomistajan oikeudesta tutustua yhtiön kirjanpitoon ja muihin yhtiön toimintaan liittyviin asiakirjoihin siinä laajuudessa kuin se on tarpeen säännöksen 1 momentissa tarkoitettujen seikkojen arvioimiseksi. Säännöstä sovelletaan osakeyhtiöihin, joissa on enintään 10 osakkeenomistajaa.

Säännöksen tarpeellisuutta tulisi harkita uudelleen. Se mahdollistaa käytännössä epäasiallisen vaikuttamisen yhtiön liiketoimintaan.

## **12 luku. Voitonjako ja yhtiön varojen muu käyttö**

**4 §.** Säännöksen 2 momentin mukaan osakkeenomistajien vähemmistö voi vaatia jaettavaksi vähimmäisosingon, joka ei saa ylittää 8 % yhtiön omasta pääomasta. Säännöksen perusteella ei ole selvää, lasketaanko pääomalaina mukaan omaan pääomaan.

**7 §.** Säännöksen mukaan yhtiö ei saa rahoittaa yhtiön tai samaan konserniin kuuluvan toisen yhteisön osakkeiden hankintaa. Kielto ulottuu myös yhtiöltä varoja saaneen lähipiiriin kuuluvaan henkilöön. Käytännössä on syntynyt epäselvyyttä lähipiirin rajaamisessa, koska osakeyhtiölain 1 luvun 4 §:n lähipiirisäännös ei koske varojen saajan lähipiiriin kuuluvaa henkilöä. Säännöstä tulisi tarkentaa.

Säännöksessä kielletään myös konsernin emoyhtiötä antamasta rahoitusta tytäryhtiölle sitä varten, että tytäryhtiö hankkisi omilla varoilla oman tytäryhtiönsä osakkeita. Säännöksen tarpeellisuutta tulisi harkita uudelleen.

**8 §.** Säännöksen mukaan pantinhaltijan vilpittömyyttä ei suojata. Vilpittömän mielen suojan ulottaminen vakuudenhaltijaan olisi kuitenkin perusteltua.

## **13 luku. Selvitystila, saneeraus ja purkaminen**

Yhtiön toiminnan lopettaminen vapaaehtoisena selvitystilana kautta kestää liian kauan. Osakeyhtiölaissa olevia määräaikoja tulisi lyhentää ja helpottaa yhtiön toiminnan lopettamista selvitystilamenettelyn kautta.

**8 §.** Säännöksen 3 momentin mukaan yhtiön on perittävä rahalainoja ja vakuuksia takaisin siltä osin kuin niiden yhteenlaskettu määrä ylittää yhtiön voitonjakokelpoisten varojen määrän.

Luvun 7 §:n mukaan yhtiö voi antaa lähipiiriin kuuluvalle lainan vain turvaavaa vakuutta vastaan. Koska vakuuden tulee olla turvaava, rahalainan periminen takaisin 8 §:n 3 momentissa säädettyssä tilanteessa on liioiteltu. Säännöksestä aiheutuu ongelmia erityisesti sellaisissa yhtiöissä, joissa sekä lainojen että voitonjakokelpoisten varojen määrä vaihtelee syklisesti.

## **14 luku. Sulautuminen ja vähemmistöosakkeiden lunastaminen**

Sulautuminen (ja jakautuminen) on varsin raskas toteuttaa, etenkin pienissä yksityisissä osakeyhtiöissä. Sääntelyä tulisi vähentää ylipäänsä ja erityisesti tilanteissa, jois-

sa osakkeenomistajien määrä on vähäinen ja he ovat yksimielisiä aiotuista toimenpiteistä. Tällöin lainsäädäntöön tulisi sisällyttää lähinnä velkojensuojan kannalta tarpeelliset säännökset. Myös tytäryhtiösulautumista (etenkin jos emoyhtiö omistaa 100 % tytäryhtiön osakekannasta) koskeva menettely on liian raskas, minkä vuoksi menettelyyn kuluu paljon aikaa. Eräiden toimenpiteiden toteuttaminen lain edellyttämissä määräajoissa on vaikeaa.

**4 §.** Säännöksen 4 momentissa säädetään siitä, mitä sulautumissuunnitelmaa koskevia säännöksiä ei tarvitse soveltaa tytäryhtiösulautumisessa.

Sulautumissuunnitelman ja sen liitteiden laatiminen on liian raskas vaatimus, koska kysymys on samaan konserniin kuuluvista yhtiöistä. Tytäryhtiösulautumisessakin vaaditaan tilintarkastettu tilinpäätös, joka ei saa olla kuutta kuukautta vanhempi tai välintilinpäätös, joka ei saa olla kolmea kuukautta vanhempi. Jos tilikauden päättymisestä on kulunut yli kuusi kuukautta, säännöksen mukaan tulisi laatia välitilinpäätös, vaikka emoyhtiö omistaisi tytäryhtiön kokonaan tai vaikka tytäryhtiö olisi hyvin pieni. Vaatimus välitilinpäätöksen laatimisesta saattaa aiheuttaa sen, ettei sulautumista kannata toteuttaa. Aikatauluun ja menettelyn eteenpäinviemiseen liittyvän ongelman aiheuttaa myös luvun 7 §:n vaatimus hallintoneuvoston lausunnon pyytämisestä.

**7 §.** Sulautumista koskevaan sääntelyyn liittyy useita määräaikoja (mm. tilinpäätösten tuoreuteen). Kansainvälisesti toimivilla (erityisesti Yhdysvalloissa) yhtiöillä on vaikeuksia sovittaa yhteen sulautumisen eteneminen eri markkinoilla. Sulautumista koskevia määräaikoja ja menettelytapoja on yhtenäistetty sulautumisdirektiivillä Euroopan talousalueella, mutta niitä tulisi pyrkiä yhtenäistämään myös Yhdysvaltojen lainsäädännön kanssa.

**14 §.** Säännöksen 1 momentin mukaan velkojalla on oikeus vastustaa sulautumista. Jos velkoja vastustaa sulautumista, rekisteriviranomaisen on lykättävä sulautumisasian käsittelyä. Lykkäys tulee tehdä myös silloin, kun yhtiö on asettanut selvästi riittävän vakuuden velkojan saatavasta. Menettelyä ei voida jatkaa ennen kuin tuomioistuimien antaa vakuuden riittävydestä päätöksensä. Lykkäys hidastaa tarpeettomasti sulautumisasian käsittelyä. Jotta sulautumisasian käsittely ei hidastuisi, tulisi luoda nopeampi menettely. Yksi vaihtoehto olisi, että alioikeuden tulisi käsitellä asia kiireellisenä eikä sitä voisi lykätä. Päätöksen ei tulisi olla valituskelpoinen.

**17 §.** Kun sulautumisen täytäntöönpano on rekisteröity, sulautuvan yhtiön osakkeenomistajista tulee vastaanottavan yhtiön osakkeenomistajia. Säännöksen 3 momentissa viitataan vastikkeen jakamisen ym. seikkojen osalta mm. osakeyhtiölain 13 luvun 12 §:n 4 momenttiin, jossa säädetään osakkeiden menettämisestä silloin, kun osakkeita ei ole vaadittu määräajassa.

Vanhentuminen ei koskene sulautuvan yhtiön osakkeenomistajan oikeutta saada vastaanottavan yhtiön osakkeita, vaan vanhentuminen kohdistuu muuhun mahdolliseen sulautumisvastikkeeseen, mikä tulisi todeta myös säännöksessä. Säännöksen 3 momentin mukaan osakkeenomistajien kokoukseen sovelletaan, mitä yhtiökokouksesta säädetään.

Säännöksen perusteella osakkeenomistajien kokoukseen saavat osallistua ne, jotka ovat olleet rekisteröityneinä osakkeenomistajiksi sulautuneen yhtiön viimeisenä ole-

massaolopäivänä ("täsmäytyspäivänä"). Osakkeenomistajien kokouksesta ilmoitetaan täsmäytyspäivän jälkeen, minkä vuoksi hallintarekisteröity omistaja ei pysty enää saatuun tiedon osakkeenomistajien kokouksesta rekisteröitymään osakkeenomistajaksi ja siten osallistumaan lopputilitystä koskevaan kokoukseen.

Säännöstä tulisi muuttaa siten, että myös hallintarekisteröity osakkeenomistaja voisi osallistua osakkeenomistajien kokoukseen, jos hän esittää luotettavan selvityksen siitä, että hän on ollut osakkeenomistajana täsmäytyspäivänä. Selvitys voisi olla esim. säilyttäjäpankin antama kirjallinen vakuutus.

**19 §.** Säännöksen 5 momentin mukaan lunastusoikeutta ja lunastushinnan määrää koskevat erimielisyydet on annettava välimiesten ratkaistaviksi 16 luvun 5 §:ssä säädettyssä järjestyksessä.

Jos lunastajalla on selvästi luvun 19 §:n perusteella oikeus lunastaa muut osakkeet, välimiesmenettely viivyyttää kohtuuttomasti lunastusmenettelyä. Säännöstä tulisi kehittää siten, että selvissä tilanteissa lunastajalla olisi oikeus lunastaa lunastusoikeuden riittautaneen osakkeenomistajan osakkeet, mutta hänen tulisi asettaa riittävä vakuus mahdollisesta osakkeenomistajalle aiheutuvasta vahingosta.

Välimiesten antamasta tuomiosta huolimatta lunastusoikeutta ja lunastushinnan määrää koskeva riita voidaan saattaa vielä normaalin tuomioistuinmenettelyn piiriin. Siten lunastusriitoja varten on käytössä neliportainen malli, mikä ei ole tarkoituksenmukaista. Tämän vuoksi välimiesoikeuden päätöksen ei tulisi olla valituskelpoinen.

**21 §.** Säännöksen 2 momentin mukaan lunastaja katsotaan osakkeiden omistajaksi, kun 1 momentissa tarkoitettu tallettaminen tai vakuuden asettaminen on tapahtunut.

Säännös on aiheuttanut käytännössä epäselvyyttä silloin, kun osakkeenomistaja on tuntematon. Milloin välimiesoikeuden päätös on häneen nähden lainvoimainen ja milloin lunastajasta tulee tällaisten osakkeiden omistaja?

Säännöksen 3 momentin mukaan jollei osakekirjaa ole luovutettu vuoden kuluessa siitä, kun lunastajasta on tullut osakkeiden omistaja, lunastajalle saadaan antaa osakekirja.

Koska lunastaja on jo omistaja, vuoden odotusaika vaikuttaa turhalta. Lunastajalle tulisi voida antaa osakekirja nopeammin.

## **14a luku. Jakautuminen**

Edellä sulautumisesta esitetyt kommentit pätevät myös jakautumiseen soveltuvien osin.

**1 §.** Jakautumisdirektiivi mahdollistaa jakautumisen myös siten, että jakautuvan yhtiön varat siirtyvät yhdelle tai useammalle jo olemassa olevalle yhtiölle.

Jakautumisen määritelmää tulisi laajentaa direktiivin mukaisesti, koska se lisäisi yhtiöiden käytettävissä olevia yritystoimintansa järjestelykeinoja.

## 15 luku. Vahingonkorvausvelvollisuus

6 §. Säännöksen 4 momentin mukaan tuomioistuimien voi määrätä, että kanteen nostaneille osakkeenomistajille on suoritettava heidän osakkeilleen tuleva osuus yhtiölle voitetuista varoista.

Säännös ei ole linjassa osakeyhtiölain varojenjakokieltoa koskevien säännösten kanssa. Myös varojen vero-oikeudellinen kohtelu on epäselvä. Säännöksen tarpeellisuutta tulisi harkita uudelleen.

### Hallintarekisteröityjen osakkeiden omistajien osallistuminen yhtiökokouksiin

Ulkomaiset sijoittajat haluaisivat osallistua yhtiökokouksiin, jos se olisi mahdollista. Hallintarekisteröityjen osakkeenomistajien mahdollisuus osallistua yhtiökokouksiin parantaisi Suomen arvopaperimarkkinoiden houkuttelevuutta. Osakeyhtiölakia ja arvo-osuusjärjestelmästä annettua lakia tulisi muuttaa siten, että ne mahdollistaisivat tehokkaan varojen hallinnoinnin moniportaisessa omistajarakenteessa. Muutoksella osakeyhtiölaki saatettaisiin vastaamaan kansainvälistä sääntelyä.

Edellä mainittu lopputulos voitaisiin saavuttaa esimerkiksi seuraavalla tavalla:

Osakkeiden omistajan rekisteröintipakosta luovuttaisiin kuitenkin siten, että liikkeenlaskija saisi osakkeenomistajien henkilöllisyydestä samat tiedot kuin nykyisinkin.

Hallintarekisteröidyillä osakkeilla tulisi voida käyttää äänivaltaa yhtiökokouksessa. Suomalainen säilyttäjäpankki kertoisi yhtiökokoukseen ilmoittautumisen yhteydessä liikkeeseenlaskijalle sen osakkeenomistajan nimen ja osoitteen, jonka puolesta säilyttäjäpankki osallistuu yhtiökokoukseen.

Säilyttäjäpankki toimisi osakkeenomistajalta saamiensa ohjeiden perusteella yhtiökokouksessa, mutta se ei tarvitsisi valtakirjaa.

Osakkeet "jäädytettäisiin" hallintarekisteröidylle arvo-osuustilille täsmäytysajaksi (viisi kalenteripäivää ennen yhtiökokousta), jolta ne voitaisiin vapauttaa kaupankäyntiin. Luovuttaessaan osakkeet edelleen osakkeenomistaja menettäisi osakkeisiin liittyvän äänioikeuden.

Jos hallintarekisteröityjen osakkeiden omistaja haluaisi itse osallistua yhtiökokoukseen, säilyttäjäpankki ilmoittaisi liikkeeseenlaskijalle, että kokoukseen osallistuu arvo-osuuksien todellinen omistaja.

SAK ry

Muistio

Työympäristöosasto/Arjo Suonperä/mo

4.2.2000

1(2)

**Oikeusministeriölle****OSKEYHTIÖLAIN UUDISTAMINEN**

Osakeyhtiön palveluksessa olevan henkilöstön asema on merkittävä niin yhtiön itsensä kuin yhteiskunnankin kannalta.

Keskeinen osa työsuhteen ehdoista ja koko henkilöstön palkkaaminen työsuhteeseen perustuvat työnantajan ja henkilöstön kanssa tehtyihin sopimuksiin. Ei voida pitää hyväksyttävänä, että yhtiö voisi tehdä yksipuolisesti ilman henkilöstöään sellaisia päätöksiä, jotka tulevat vaikuttamaan henkilöstön työsuhteitten jatkuvuuteen tai henkilöstön työsuhteitten ehtoihin.

SAK pitää välttämättömänä, että osakeyhtiölakiin otetaan vähintäänkin perussäännökset siitä, miten henkilöstöä tulee informoida sellaisista yhtiön toimenpiteistä tai päätöksistä, jotka voivat vaikuttaa henkilöstön työsuhteitten ehtoihin tai heidän työsuhteittensa jatkuvuuteen. Yhtä välttämättömänä SAK pitää sitä, että osakeyhtiölakiin otetaan perussäännökset myös henkilöstön edustajien osallistumisesta yhtiön toimivaltaiseen päätöksentekoon.

Henkilöstön kannalta ei ole riittävää, että henkilöstön edustuksesta, yhteistoiminnasta ja tiedottamisesta säädetään vain työlainsäädännön puolella tai työmarkkinasopimuksissa, vaikka tällaisella tarkemmalla säännöstelyllä onkin oma merkityksensä. Käytännön tilanteissa tulee usein esille, että työlainsäädännön sisältö jää ottamatta huomioon osakeyhtiön päätöksenteossa. Vaikutelmaksi jää, että työlainsäädäntöä pidetään oikeudellisesti vähemmän sitovana ja painavana kuin osakeyhtiölainsäädäntöä. Tämän vuoksi henkilöstöön suuntautuvaa tiedottamista yhtiön päätöksenteosta ja henkilöstön osallistumisesta päätöksentekoon koskevat perussäännökset tulisi ottaa myös osakeyhtiölakiin. Osakeyhtiöiden ja näiden sidosryhmien suuntaan sääntelyllä osakeyhtiölaissa on niin ikään suurempi informaatio- ja painoarvo kuin työlainsäädännöllä. Koska kansainvälistymisellä ja erityisesti EU:n ylikansallisella lainsäädännöllä ja päätöksillä jatkossa tulee olemaan entistä suurempi merkitys suhteessa kansalliseen lainsäädäntöön ja päätöksentekoon, on myös tästä syystä luontevaa, että henkilöstön perusoikeudet osakeyhtiössä säädellään suoraan osakeyhtiölaissa.

Osakeyhtiölain uudistamisessa on ensisijaisena pidettävä kokonaisuudistusta.

Osakeyhtiön sulautuminen tai jakautuminen, valtioiden rajat ylittävät sijoitus- ja muut päätökset, osingonjakoon, erityisesti sen helpottamiseen liittyneet kysymykset ja muut henkilöstön asemaan tai heidän työsuhteittensa jatkuvuuteen tosiasiasa lyhyemmällä tai pidemmällä tähtäimellä vaikuttavat päätökset ovat tyypillisiä asioita, joihin edellä mainitut tiedottamis- ja päätöksentekoon osallistumisoikeudet tulisi kohdistaa.

TEOLLISUUDEN JA TYÖNANTAJAIN KESKUSLIITTO MUISTIO

Antti Majjala

21.1.2000

Oikeusministeriö

## OSAKEYHTIÖLAIN UUDISTAMINEN

Teollisuuden ja Työnantajain Keskusliitto on kartoittanut jäsenyritystensä kokemuksia osakeyhtiölain toimivuudesta käytännössä erityisesti silmällä pitäen niitä muutoksia, jotka tulivat voimaan 1.9.1997. Yritykset, jotka ovat kommentoineet lakia, edustavat sekä julkisia että yksityisiä osakeyhtiöitä.

Yleisesti ottaen osakeyhtiölaki on toiminut melko hyvin. Kuitenkin yritysten toimintaympäristö on muuttunut olennaisesti mm. laajentuneen ulkomaalaisomistuksen vuoksi. Myös toisaalta listattujen yhtiöiden ja toisaalta yksittäisten osakkeenomistajien määrät ovat kasvussa. Odotettavissa on, että sanotut piirteet vahvistuvat tulevaisuudessa.

Yritysten kokemusten mukaan on olemassa selkeä tarve osakeyhtiölain uudistamiseen. Yleisinä epäkohtina on pidetty osakeyhtiölain säännösten vaikeaselkoisuutta ja niiden kasuistisuutta. Yritysten kansainvälistyessä tämä rajoittaa tarpeettomasti niiden toimintamahdollisuuksia. Myös päällekkäisyydet ja ristiriidat, jotka koskevat erityisesti osakeyhtiölakia ja arvopaperimarkkinalakia ovat aiheuttaneet ongelmia. Erityisesti omien osakkeiden hankkimista koskeva sääntely, määräenemistövaatimukset ja eräät muut yksityiskohdat on koettu ongelmallisiksi ja tulkittavaikeuksia aiheuttaviksi.

Osakeyhtiölain muutostarpeet koskevat osin seikkoja, joiden muuttaminen on mahdollista nopeammalla aikataululla, ja osin seikkoja, joiden muuttaminen edellyttää pitempiaikaisempaa valmistelua. Tämän johdosta toivomme, että muutostyö etenee vaiheittain niin, että nopeammin valmisteltavat muutosesitykset valmistellaan ja saatetaan voimaan jäämättä odottamaan myöhemmin valmistuvia muutoksia.

Seuraavaan on koottu TT:n jäsenyritysten ongelmallisina pitämiä asioita nykyisessä osakeyhtiölaissa ja tehdään niihin liittyviä yleisellä tasolla olevia muutosehdotuksia.



## I AINEELLISOIKEUDELLISET UUDISTUKSET

### 1. Yhtiökokous

#### 1.1 Ulkomaalaisten osallistuminen yhtiökokoukseen

Ulkomaalaisten, hallintarekisteriin merkittyjen osakkeenomistajien osallistuminen yhtiökokoukseen on osoittautunut käytännössä lähes mahdottomaksi. Se on joka tapauksessa kalliimpaa ja monimutkaisempaa kuin suomalaisten osakkeenomistajien yhtiökokoukseen osallistuminen.

Jokaisen yhtiökokouksessa äänestävän rekisteröiminen osakeluetteloon täsmäytys- ja yhtiökokouspäivien ajaksi ei tuo osakkeenomistajalle tai liikkeeseenlaskijalle merkittävää hyötyä, mutta aiheuttaa huomattavaa rahan ja ajan hukkaa. Hallintarekisteriin merkityllä taholla pitäisi olla oikeus äänestää yhtiökokoukseen ilmoitetuilla osakkeilla osakkeiden omistajilta saatujen ohjeiden perusteella.

Edelleen yhtiökokouksessa täytyisi voida äänestää ainoastaan ns. täsmäytyspäivän osakerekisterimerkintöjen perusteella. Nykyinenkään sääntely ei kolmen päivän selvitysajan johdosta käytännössä takaa sitä, että osake olisi sillä yhtiökokouksessa äänestävän tahon omistuksessa.

Myös yhtiökokoukseen osallistumista tulisi joustavoittaa. Tulisi tutkia mahdollisuutta, voitaisiinko kokouspaikan ja yhtiön kotimaan ulkopuolella samanaikaisesti pitää yhtiökokouksen rinnakkaiskokouksia. Yleisestikin tulisi mahdollistaa teknisen kehityksen hyväksikäyttö yhtiökokouksiin osallistuttaessa.

Myöskin tulisi selkeyttää elektronisen valtakirjan käytön edellytykset. TT tukee Meritan 8.11.1999 tekemää aloitetta, jota koskeva lausunto on liitetty tähän muistioon.

Ehdotamme, että yhtiökokousosallistumisen parantamiseksi tulisi

- ulkomaalaisten osakkeenomistajien voida äänestää hallintarekisteröidyllä, kokoukseen osallistuvaksi ilmoitetulla osakkeella
- äänestys-oikeuden määräytyä ainoastaan täsmäytyspäivän perusteella, (tämä ehdotus koskee sekä kotimaisia että ulkomaisia omistajia. Mielestämme täsmäytyspäivän myöhentämiseen ei ole aihetta, vaan nykyinen viiden päivän sääntö tulisi säilyttää)
- selvittää mahdollisuus osallistua yhtiökokoukseen myös yhtiökokouksen pito-paikan ulkopuolella ja
- hyväksyä elektroninen valtakirja (tämä ehdotus koskee lähinnä tulkintakäytännön vakiinnuttamista, lainsäädäntö asiasta ei liene välttämätöntä)

#### 1.2. Päätöksenteko OYJ:ssa

OYL:ssa on useita säännöksiä, joissa vaaditaan kaikkien osakkeenomistajien suostumus pätevän päätöksen aikaansaamiseksi. Kun lisäksi pörssi-yhtiön omistajista suuri osa on hallintarekisteröityjä niin nimenomaisen suostumuksen saaminen heiltä on erittäin vaikeata. Ei tiedetä, keneltä suostumusta tulisi pyytää, koska hallintarekisteröityjen osakkeiden osakkeenomistajien henkilöllisyys ja osoitteet eivät

ole yhtiön tiedossa. Tämä vaikeuttaa tuntuvasti päätöksentekoa yhtiössä. Käytännössä joudutaan myös tilanteeseen, jossa suostumus haetaan ”vanhentuneiden” tietojen perusteella.

Ehdotamme, että

- käydään läpi suostumusvaatimusten tarpeellisuus ja selvitetään, tulisiko olla jokin täsmäytyspäivä, minkä päivän osakerekisteritietojen mukaan suostumuksia arvioidaan

### 1.3. Erilajiset osakkeet

Yhtiöjärjestyksen muutos, jossa puututaan erilajisten osakkeiden keskinäisiin oikeuksiin, vaatii tapauksesta riippuen joko kaikkien osakkeenomistajien tai vähintään puolen kannatuksen siitä osakesarjasta, jonka oikeuksia vähennetään.

Lajikohtaisen suostumuksen saaminen edes 50-prosenttisesti on käytännössä osoittautunut hankalaksi. Siitä tulisi luopua ja pitäytyä pelkästään lajikohtaiseen äänestykseen. Esitystä vastustavat osakkeenomistajat voivat reagoida yhtiökokouksessa kunhan asia julkistetaan riittävän aikaisin ennen kokousta.

PRH:n kaupparekisteri tulkitsee erittäin tiukasti sitä, mitkä päätökset heikentävät toisen osakesarjan oikeuksia. Käytännön esimerkkeinä ovat osakesarjan vapaaehtoinen vaihtomahdollisuus ja markkamääräisen osingonjaon sanamuodon muuttaminen euroon siirtymisen johdosta. Molemmat päätökset voivat edellyttää yli 50 prosentin kannatusta kaikista sen osakesarjan osakkeista, joiden edut teoriassa vähenevät.

Ehdotamme, että

- tarkistetaan tilanteet, joissa vaaditaan kaikkien osakkeenomistajien suostumus
- selvitetään mahdollisuus, voidaanko pitäytyä vain lajikohtaisessa äänestyksessä

## 2. Osakepääoman korottaminen

Osakepääoman korottamissääntely tulisi tehdä joustavaksi. Ns. kuponkiannit ovat käytännössä mahdottomia listatuissa yhtiöissä, mikäli yhtiöllä on useampi osakesarja. Tämä johtuu osakkeenomistajien omistuksen suhteessa määräytyvästä toissijaisista merkintäoikeudesta. Useamman osakesarjan yhtiöissä tulisi luopua osakkeenomistajien omistuksen suhteen määräytyvästä toissijaisesta merkintäoikeudesta ja antaa hallitukselle oikeus päättää jakoperusteista merkitsemättä jääneiden osakkeiden osalta.

Myöskin tulisi kehittää mahdollisuutta antaa "varastoon laitettavia" osakkeita (treasury shares, esimerkiksi poistamalla tytäryhtiön merkintäkielto osakepääomaa korotettaessa). Lisäksi tulisi kehittää merkintähinnan maksutapoja, esimerkiksi sallimalla osakepääoman maksaminen kahdessa tai useammassa erässä.

Mikäli osakkeita merkitään apporttina, tarvitaan aina riippumattoman asiantuntijan

lausunto. Mielestämme riippumattoman asiantuntijan lausunto on tarpeen julkisissa yhtiöissä ainoastaan, mikäli kyse on merkittävästä osakepääoman korotuksesta (ns. materiaalisuusedellytys). Materiaalisuusedellytyksen rajana emissiossa voitaisiin pitää esim. viittä prosenttia osakepääomasta.

Myös muiden riittävän ammattitaitoisten tahojen kuin suomalaisen KHT-tilintarkastajan lausunto tulisi soveltua riippumattoman asiantuntijan lausunnoksi kunhan asiantuntijalla on lausunnon antamiseen vaadittava tosiasiallinen asiantuntemus.

OYL 4: 2 §:n 3 momentin mukaan merkintäetuoikeuden käyttämiselle varatun määräajan on oltava vähintään kaksi viikkoa merkintäajan alkamisesta. Julkisissa osakeyhtiöissä määräaika voi päättyä aikaisintaan kahden viikon kuluttua rekisteriviranomaisen kuulutuksesta. Tämä vaatimus on ylimitoitettu ajatellen sitä, että pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus kattaa sekä hallituksen ehdotuksen että yhtiökokouksen päätöksen julkaisemisen kokonaisuudessaan. Tämän johdosta yhtiö ei voi päättää merkintäajasta ilman rekisteriviranomaisen kanssa käytyjä ennakkoneuvotteluja. Täten osakeantiehtotusta ei voida julkistaa kokonaisuudessaan ilman, että antisuunnitelmat julkistetaan ennen ehtoja.

Ehdotamme, että

- selvitetään, voidaanko osakepääoman maksutapoja kehittää (esimerkiksi maksamalla osakkeiden merkintähinta kahdessa tai useammassa erässä)
- selvitetään, voidaanko antaa "varastoon laitettavia" osakkeita (treasury shares)
- tarkistetaan, missä tilanteissa tarvitaan riippumattoman asiantuntijan lausunto ja kuka voi antaa tällaisen lausunnon
- osakkeenomistajien toissijaisen merkintäetuoikeuden määräytymistä ja ensisijaisen merkintäetuoikeuden määräaikoja tarkistetaan

### **3. Omien osakkeiden hankkiminen**

Omien osakkeiden hankkiminen on osakeyhtiölaissa rinnastettu osakepääoman alentamiseen. Mielestämme asiat eivät ole vertailukelpoisia, sillä omien osakkeiden hankkiminen voi tapahtua vain voitonjakokelpoisilla varoilla, ja osakepääoman alentaminen voi tapahtua myös alentamalla yhtiön sidottua pääomaa. Omien osakkeiden hankkiminen tulisiakin rinnastaa sääntelyssä osingonjakoon.

OYL:n sanamuoto on tulkinnanvarainen omien osakkeiden hankintatapojen ja –menettelyiden osalta. Tulkinnallisuutta liittyy erilaisiin omiin osakkeisiin liittyviin rahoitusjärjestelyihin, esim. johdannaisopimuksiin ja ns. accelerated purchasemenettelyyn (osakkeiden lainaus osakkeenomistajilta ja palautettavien osakkeiden hankinta markkinoilta.)

Käsityksemme mukaan omien osakkeiden hankintatapoja tulisi kehittää ensisijaisesti OYL:n tulkinnalla. Jos tulkinnalla ei päästä tyydyttävään lopputulokseen, on kiireellisesti ryhdyttävä lainsäädäntötoimenpiteisiin, jotta yhtiöiden mahdollisuus käyttää rahoitusvälineitä ei tarpeettomasti rajoitu.

Omien osakkeiden hankintaa on käsityksemme mukaan yleisesti tarkasteltava

muodosta riippumatta kokonaisuutena niin, että hankinta voi muodostua tapahtumaketjuna tai muulla tavalla, joka kokonaisuutena tarkastellen täyttää omien osakkeiden hankinnalle asetettavat yleiset vaatimukset (osakkeenomistajien yhdenvertaisuus, tehtyjen transaktioiden julkistaminen kauppapaikan vaatimalla tavalla). Lisäksi tulkinnassa on otettava huomioon johdannaissopimusten ja osakelainauksen luonne nimenomaan rahoituksen ja riskienhallinnan välineenä. Näin osakeyhtiölaki ei aseta estettä esimerkiksi johdannaissopimusten tai ns. accelerated share buy-back -menettelyn käyttämiselle omien osakkeiden hankinnan yhteydessä.

OYL:n omien osakkeiden hankintaa koskevaa sääntelyä olisi aiheellista joka tapauksessa selkeyttää ja yksinkertaistaa. Riittävän väljä normipohja tässä suhteessa edistää suomalaisen yritysten mahdollisuutta käyttää omia osakkeita rahoitusvälineenä kansainvälisten mallien mukaan.

Samoin varainsiirtoverolain määräyksiä olisi muutettava, jotta osakelainausta muissakin kuin EVL 6 § :n 6 momentin edellytykset täyttävissä tapauksissa ei katsottaisi varainsiirtoverolain alaiseksi arvopaperin luovutukseksi.

Omien osakkeiden hankkimisen vain joltakin taholta tulisi olla mahdollista joko suorana hankintana tai pörssikauppana, jos hankintahintana käytetään hankintapäivän markkinahintaa, osakkeiden myyjänä on ammattimainen sijoittaja, hankinta julkistetaan eikä hankittava määrä ole merkittävä yhtiön koko osakepääoman kannalta (ns. materiaalisuusedellytys).

Jos omien osakkeiden hankkiminen tapahtuu julkisella ostotarjouksella, tulisi luopua siitä, että toissijainen myyntioikeus määräytyy omistuksien suhteessa (ns. käänteisen book building -mahdollistaminen).

Edelleen osakeyhtiölain ja varainsiirtoverolain yhteisvaikutuksesta voi seurata, että omia osakkeita ei voi tasapuolisesti hankkia kaikilta osakkeenomistajilta silloin, kun yhtiöllä on ulkomaalaisia osakkeenomistajia ja yhtiö on listautunut muuallakin kuin Helsingin Pörssissä. Tämä johtuu vallitsevasta käytännöstä, jonka mukaan varainsiirtoveroa peritään muissa pörsseissä kuin Helsingin Pörssissä tehdyistä kaupoista.

Yhtiössä, jossa on useampia osakesarjoja, joista vain yksi on listattu, omien osakkeiden hankkiminen voidaan toteuttaa ainoastaan, mikäli ensin hankitaan Pörssin ulkopuolisia osakkeita tarjoamalla kaikille näiden osakkeiden omistajille mahdollisuus myydä samalla hinnalla osakkeensa. Tämän jälkeen yhtiö hankkii saman suhteellisen määrän noteerattuja osakkeita pörssistä.

Tämä prosessi on lähes mahdoton hoitaa tasapuolisesti lain edellyttämällä tavalla. Omien osakkeiden hankkiminen pitäisi tehdä käytännössä mahdolliseksi myös yhtiöissä, joissa on kaksi osakesarjaa, joista vain toista noteerataan pörssissä.

OYL:n säännökset poikkeavat EY-direktiivistä hankittavien osakkeiden määrän suhteen. Suomalaisten arvopaperimarkkinoiden vahvistuttua erityissääntelyyn ei ole enää tarvetta ja ehdotammekin, että määrä korotetaan 10 %:iin yhtiön osakepääomasta tai kaikkien osakkeiden tuottamasta äänimäärästä.

## Yksityiset yhtiöt

Yksityisissä osakeyhtiöissä omien osakkeiden hankinta on käytännössä lähes mahdotonta. Omien osakkeiden hankkimisen tulee tapahtua omistusten suhteessa ja samaan hintaan kaikilta osakkeenomistajilta, jotta päätös voidaan tehdä enemmistöpäätöksenä. Kaikilta osakkeenomistajilta tasasuhtaisesti tapahtuva hankinta on peitellyn osingon yksi tärkeimmistä kriteereistä ja tällainen hankinta voidaan verottaa peiteltyä osinkona.

Ellei osakkeita hankita osakkeenomistajien omistusten suhteessa, vaaditaan OYL 7:4 §:n 3 momentin mukaan mm. niiden osakkeenomistajien suostumus, joiden osakkeita muutos koskee. Tätä säännöstä on tulkittu siten, että kaikkien osakkeenomistajien suostumus on tarpeen. Se on tuottanut käytännössä suuria vaikeuksia yhtiöissä, joissa on laaja omistajakunta.

Yksityisessä perheyhtiössä osake ei ole likvidi. Tästä syystä on tarpeellista, että yhtiöllä olisi myös käytännössä mahdollisuus hankkia omia osakkeitaan, jotka yleensä sitten mitätöidään. On myös tilanteita, joissa on tarpeen, että yhtiö voisi hankkia omia osakkeitaan vain yhdeltä tai useammalta, muttei kaikilta osakkeenomistajilta. Esimerkkinä voidaan mainita tilanne, jossa yksi osakkeenomistaja luopuu osakeomistuksestaan, ja osakkeiden arvo ylittää muiden osakkaiden mahdollisuudet ostaa nämä osakkeet. Myöskään ei haluta, että osakkeet siirtyvät perheen ulkopuoliselle taholle. Tällöin käytännössä ainoana ostajana voi toimia yhtiö.

"Vanha" OYL:n 7:2 § antoi yhtiölle joustavan mahdollisuuden lunastaa tarjouksesta omia osakkeita vapaalla omalla pääomalla. Tämä ei ole enää mahdollista, koska omien osakkeiden hankinta yksittäiseltä osakkeenomistajalta on ainakin suurissa yksityisissä yhtiöissä muodostunut mahdottomaksi.

OYL:n säännösten mukaan omien osakkeiden myynnistä saatu myyntivoitto on kirjattava yhtiön omaan pääomaan ylikurssirahastoon. Verotuksessa osakkeiden luovutushinta katsotaan kuitenkin yhtiön veronalaiseksi elinkeinotuloksi.

Ehdotamme, että

- omien osakkeiden hankintaa koskevat säännökset muotoillaan väljemmiksi niin, että kansainvälisesti nyt käytettävät ja jatkuvasti käyttöön otettavat uudet hankintatavat ovat mahdollisia myös lain nimenomaisin määräyksin (ei vain tulokinnan perusteella)
- mahdollistetaan omien osakkeiden hankinta yhtiöissä, joissa vain toinen osakkeeseen omistaja noteerataan pörssissä
- korotetaan hankittava määrä julkisten osakeyhtiöiden osalta 10 %:iin
- harkittaisiin, voidaanko luopua vaatimuksesta kaikkien osakkeenomistajien suostumuksesta tilanteissa, jossa yhtiö hankkii omia osakkeita muutoin kuin omistusten suhteessa

Lisäksi ehdotamme, että OM esittää VM:lle, että

- poistetaan peitellyn osingon verotus tilanteissa, joissa omia osakkeita hankitaan tasapuolisesti kaikilta osakkeenomistajilta,
- varainsiirtoveroa koskevat säännökset tarkistetaan ja

- EVL 6 §:n säännöksiä muutetaan siten, että yhtiön omien osakkeiden myynti rinnastetaan myös verotuksessa pääomansijoitukseksi, josta yhtiölle ei synny veronalaista tuloa.

#### 4. Omien osakkeiden luovuttaminen

Omien osakkeiden luovuttaminen on osakeyhtiölaissa rinnastettu uusmerkintään. Mielestämme tällainen rinnastaminen nykyisessä laajuudessa johtaa tarpeettomaan jäykkyyteen ja yhtiöiden toimintamahdollisuuksien kaventamiseen.

Ehdotamme, että

- osakeyhtiölain määräyksiä omien osakkeiden luovuttamisesta väljennetään

Lisäksi esitämme, että OM esittää VM:lle ryhtymistä toimenpiteisiin

- että omien osakkeiden luovuttamisesta syntyvää tuloa ei pidettäisi saajansa veronalaisena tulona (kuten myös Ruotsissa esitetään säädettäväksi)

#### 5. Lunastuslausekkeet

Perheyhtiössä on usein käytetty lunastuslauseketta, jonka mukaan osakkeenomistajilla on ensisijainen ja yhtiöllä toissijainen oikeus lunastaa osakkeita, jotka siirtyvät yhtiön ulkopuoliselle taholle. ”Vanhan” lain mukaan hallitus teki lunastuspäätöksen yhtiön osalta. ”Uuden” lain mukaan päätöksen tekee yhtiökokous.

Lakimuutos tehtiin ilman, että 3: 3 § :n määräaikoja tarkistettiin. Tämä voi johtaa siihen, että sen selvittyä, että osakkeenomistajat eivät lunasta osakkeita, on liian myöhäistä kutsua yhtiökokous koolle. Näin varsinkin, jos yhtiökokouksen koollekutsumisen minimiaika on yhtiöjärjestyksessä määritelty pidemmäksi ajaksi kuin lakimääräinen minimiaika.

Asia on erityisen hankala, jos yhtiöllä on ”vanha” lunastuslauseke (ajalta ennen 1978 osakeyhtiölain uudistusta), jossa määräajat ovat lyhyitä. Näitä määräaikoja ei voida muuttaa, koska silloin koko lunastuslauseke raukeaa, eikä vastaavaa uutta lauseketta voida enää ottaa yhtiöjärjestykseen, koska tällainen ”vanha” lunastuslauseke ei ole enää vuoden 1978 lain mukaan mahdollinen.

OYL:n mukaan yhtiökokous voi periaatteessa, mutta ei käytännössä valtuuttaa hallitusta päättämään lunastusoikeuden käyttämisestä. OYL 3 luvun 3 §:n 5 momentissa nimittäin säädetään, että lunastuspäätökseen sovelletaan soveltuvin osin 6 luvun 3 ja 9 §:n säännöksiä. Ymmärtääksemme kaupparekisteri tulkitsee säännöksen siten, että yhtiön hallitus voi valtuutuksen nojalla päättää vain lunastusajankohdasta. Esillä olevassa tapauksessa ajankohta on täysin hallituksen vaikutusvallan ulkopuolella. Ajankohtahan riippuu siitä milloin hallitus saa ilmoituksen osakkeen siirtymisestä. Tämän lisäksi kaikki lunastusmenettelyyn liittyvät määräajat ovat yhtiöjärjestyksessä määritelty.

Edellä mainittu tulkinta johtaa mm. siihen, että yhtiökokouksen hallitukselle anta-

massa valtuutus päätöksessä olisi määriteltävä osakkaiden lunastushinta. Tätä ei kuitenkaan ole mahdollista etukäteen määrittellä tilanteissa, joissa lunastushinta lausekkeen mukaan on kolmannen tarjoama hinta.

Käytännössä ongelmia on yksityisissä osakeyhtiöissä aiheuttanut myös tilanteet, joissa yhtiön perustamisen jälkeen yhtiöjärjestykseen halutaan lisätä suostumus- tai lunastuslauseke tai muuttaa tällaista. Edellytyksenä on kaikkien osakkeenomistajien suostumus, joka käytännössä johtaa siihen, että yhtiöissä, joissa on useita osakeomistajia, muutosta ei voida suuren enemmistön kannatuksesta huolimatta toteuttaa.

Mielestämme tällaisissa tapauksissa tulisi luopua kaikkien suostumuksesta noudattaen esimerkiksi periaatetta, jonka mukaan vähemmistöosakkeet voidaan lunastaa, jos tietyllä osakkeenomistajalla on 9/10 yhtiön osakkeista ja äänimäärästä.

Ehdotamme, että

- lunastuslausekkeen ja suostumuslausekkeen suhteen vaadittavat enemmistö- ja suostumusvaatimukset tarkistetaan
- selkeytetään osakkeenomistajan ja yhtiön välinen suhde lunastustilanteissa
- tarkistetaan määräajat
- selkeytetään säännökset lunastuspäätöksen tekemistä siten, että yhtiökokous voi valtuuttaa hallituksen käyttämään yhtiön lunastusoikeutta yhtiöjärjestykseen otetun lunastuslausekkeen perusteella.

## 6. Arvo-osuusjärjestelmä

Arvo-osuusjärjestelmään siirtymisestä on ilmoitettava osakkeenomistajille neljä kuukautta ennen ilmoittautumispäivää (OYL 3a:5). Kyseinen määräaika on käytännössä osoittautunut liian pitkäksi, minkä vuoksi määräajasta poikkeamiselle hankitaan usein kaikkien osakkeenomistajien suostumus. Neljän kuukauden määräaika ei voi pitää tarkoituksenmukaisena. Määräaika ei saisi tarpeettomasti hidastaa arvo-osuus-järjestelmään siirtymistä.

Ehdotamme, että

- em. määräaika lyhennetään siten, että se ei tarpeettomasti hidasta arvo-osuusjärjestelmään siirtymistä (vastaavasti tulisi harkita myös arvo-osuusjärjestelmästä poistumiseen liittyvän määräajan lyhentämistä.)

## 7. Jakautuminen ja sulautuminen

Jos sulautumisesta tai jakautumisesta päätetään kuuden kuukauden jälkeen edellisestä tilikauden päättymisestä, tulee sulautumis- ja jakautumissuunnitelmaan liittää konsernivälitilinpäätös kaikkien sulautumiseen tai jakautumiseen osallistuvien yhtiöiden osalta. Käytännössä laaditaan tilinpäätös, joka ei ole kolmea kuukautta vanhempi silloin, kun yhtiökokoukset päättävät suunnitelman hyväksymisestä. Välitilinpäätöksen tulee olla nähtävänä jo viimeistään kuukausi ennen yhtiökokousta.

Nykyinen sääntely aiheuttaa suuria käytännön ongelmia, koska suuren konsernin tilinpäätöksen laatimiseen tarvitaan paljon aikaa.

Osakeyhtiölaissa ei säännellä tytäryhtiösulautumisen peilikuvana tapahtuvasta tytäryhtiöjakautumisesta, vaan jakautumisessa syntyvien uusien yhtiöiden osakkeet annetaan aina jakautuvan yhtiön osakkeenomistajille. Tytäryhtiön synnyttäminen jakautumismenettelyssä lisäksi erilaisten yhtiöittämis- ja liiketoimintasiirtojen oikeudellista varmuutta, koska tällöin oikeudet ja velvollisuudet siirtyisivät yleisurautona.

EVL:ssä sulautumisessa käytettävän rahavastikkeen määrä on rajoitettu 10 %:iin vastikkeena annettavien osakkeiden yhteenlasketusta nimellis arvosta. OYL ei rajoita rahavastikkeen määrää.

OYL sallii EVL:stä poiketen myös osittaisjakautumisen. EVL 52 c §:n säännös edellyttää, että jakautuva yhtiö lakkaa järjestelyn seurauksena.

OYL:ssä jakautumisvastikkeeksi hyväksytään osakkeiden ohella raha tai muu omaisuus. EVL edellyttää uusien osakkeiden liikkeelle laskuta ja enintään 10 %:n rahavastiketta. OYL:n mukaan osakkeet voivat olla muitakin kuin jakautumisen yhteydessä liikkeeseen laskettuja uusia osakkeita.

Osakkeiden jakosuhte jakautuvan yhtiön osakkaiden kesken on väljempi kuin EVL:ssä. EVL:n mukaan osakevastike on jaettava osakkaille heidän entisten omistustensa suhteessa.

Ehdotamme, että

- välitilinpäätöksen ja välitilinpäätöksen ”voimassaoloajat” suunnitelmien liitteenä tarkistetaan
- välitilinpäätökseksi tässä yhteydessä hyväksytään myös tilintarkastettu osavuosikatsaus
- harkittaisiin tytäryhtiöjakautumisen sääntelemistä osakeyhtiölaissa

Lisäksi ehdotamme, että OM esittää VM:lle, että

- EVL 52 a §:n säännöstä muutetaan siten, että rahavastikkeen määrään liitetty rajoitus poistetaan.
- EVL 52 c §:n säännös muutetaan OYL:n säännöksiä vastaavaksi.

## TEKNISET JA RAKENTEELLISET UUDISTUKSET

### 1. Osakeyhtiölain ja arvopaperimarkkinalain välisten päällekkäisyyksien ja ristiriitaisuuksien poistaminen

OYL 3:10-13 ja OYL 3a:6 ja 8 § :n mukainen rekisteröintivelvollisuus vaikuttaa osin tarpeettomalta. AML:n liputusvelvollisuuden raja on alentunut ja rajoja on tullut lisää. Kaikkien, yhdenkin osakkeen omistavien ja/tai vain lyhyen aikaa osakkeet omistavien osakkeenomistajien rekisteröinti ei liene liikkeeseenlaskijoiden kannalta välttämätöntä. Osakkeenomistajien rekisteröinnin uudistaminen ja



tarkoituksenmukaistaminen olisi aiheellista.

OYL:ssa olevat hallituksen yhtiökokoukselle tehtävien esitysten sisältövaatimukset ovat paikoin erittäin monimutkaisia. Toisaalta pörssi vaatii julkistamaan ne kokonaisuudessaan. OYL:n vaatimukset tekevät esitykset vaikeaselkoisiksi ja on vaikeaa nähdä, kuinka esitysten julkistaminen kokonaisuudessaan palvelee piensijoittajaa. Esityksen julkistaminen viivytyksettä kokonaisuudessaan johtaa käytännössä myös siihen, että esityksen tekopäätöksen tulee olla valmis ennen kuin siitä päätetään muodollisesti.

OYL:ssa on lukuisia säännöksiä, jotka koskevat päätösehdotusten nähtävillä pitoa yhtiön pääkonttorissa. Nämä vaatimukset on koettu usein tarpeettomiksi, koska sama tieto julkistetaan muutoinkin AML:n perusteella. Edelleen sääntelyn tulisi mahdollistaa Internetin hyväksikäyttö näissä yhteyksissä.

OYL:n mukaan yhtiö voi jakaa osinkoja vain päättyneen tilikauden tilinpäätöksen perusteella. Kuitenkin yhtiöiden on pääsääntöisesti laadittava osavuosikatsaus neljännesvuosittain. Kansainvälisesti esimerkiksi USA:ssa ja Englannissa hyväksyttävän käytännön mukaisesti yhtiö voi jakaa osinkoja kuluvalta tilikaudelta. Menettely tulisi hyväksyä myös meillä.

OYL:n edellyttämä välitilinpäätösvaatimus (esim. OYL 6:3) pitäisi olla täytettävissä AML 2:5:n mukaisella osavuosikatsauksella.

Myös OYL:n mukainen velvollisuus laatia selostus osavuosikatsauksen jälkeisistä tapahtumista vaikuttaa tarpeettomalta, koska AML:iin sisältyy velvollisuus sisällyttää osavuosikatsauksen selvitys yhtiön todennäköisestä kehityksestä kuluvana tilikautena. Tätä täydentävät vielä määräykset jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta. Täten selostuksessa vaadittava tieto tulee julki muutoinkin.

Yleisenä kommenttina vielä todettakoon, että AML:n muutoksen seurauksena pakolliseksi tullut raportointi neljännesvuosittain merkitsee käytännössä sitä, että OYL:ssa tarkoitettua ajan tasalla olevaa tietoa on julkisten yhtiöiden osalta aina osakkeenomistajien (ja muidenkin) saatavilla.

Ehdotamme, että

- selkeytettäisiin ja poistettaisiin OYL:n ja AML:n väliset päällekkäisyydet ja ristiriidat
- uudistetaan ja tarkoituksenmukaistetaan osakkeenomistajien rekisteröintiä
- harkittaisiin, voisiko yhtiö jakaa nykyistä laajemmin osinkoja kuluvalta tilikaudelta kansainvälisesti hyväksytyyn käytännön mukaisesti
- vähennettäisiin listattujen yhtiöiden osalta OYL:n edellyttämiä julkistamisvaatimuksia silloin, kun asia tulee julkiseksi jo AML:n perusteella
- OYL:n säännöksiä täsmennetään siten, että niistä käy ilmi, missä tilanteissa ennako-osinkojärjestelmä on mahdollinen. (ks. myös Verohallituksen tiedote 15/99).

## 2. Muita yksityiskohtia

Osakeyhtiölaissa on käytetty usein viittaustekniikkaa toteamalla, että toinen sään-

nös tulee sovellettavaksi soveltuvin osin. Etenkin kaupparekisterissä on ollut ongelmia johtuen siitä, että kaupparekisteri on tulkinnut niitä siten, että säännös, johon viitataan, tulee sovellettavaksi täysin sen kirjoitusasussa. Tämä ei useinkaan ole tarkoituksenmukaista.

Osakeyhtiölain selkeyttämiseksi ehdotamme, että kunkin aihepiirin alle kootaan asiaan kuuluvat keskeiset määräykset esim. omien osakkeiden alle kaikki siihen liittyvät määräykset, kutsun sisältö jne. Huolimatta siitä, että em. menettely pidentää lakia, on se käyttäjän kannalta hyvä ja vaivaa säästävä.

Lisäksi toivomme, että yhtiökokouskutsussa ei tarvitsisi luetella asioita niin yksityiskohtaisesti kuin mitä tällä hetkellä vaaditaan (esim. omien osakkeiden hankkiminen ja luovuttaminen). Näiltä osin olisi riittävää, että viitataan yhtiöjärjestyksen asianomaiseen kohtaan.

Määräenemmistösäännösten sitominen niiden osakkeenomistajien suostumukseen "joiden osakkeita muutos koskee" on sisällöltään epäselvä. Muutoinkin OYL:ssa määräenemmistösäännökset on esitetty eri paikoissa ja niiden löytäminen saattaa tuottaa vaikeuksia. Harkinnan arvoinen ratkaisu saattaisi olla, että kaikki määrä vähemmistö määräykset löytyisivät Yhtiökokous-luvusta ja koko säännöstöä yksinkertaistettaisiin.

Uutta tekniikkaa tulisi ottaa käyttöön nykyistä enemmän. Tällä voidaan parantaa esimerkiksi ulkomaalaisten osallistumista yhtiökokouksiin. Esimerkiksi myös elektronisessa muodossa tehdyt kaupparekisteri-ilmoitukset tulisi hyväksyä. Pitäisi myös harkita, voitaisiinko esimerkiksi nykyiset hallituksen jäsenten suostumukset ja vakuutukset osakepääoman maksamisesta ja sen olostä yhtiön hallussa (OYL 4:9 § 2 k) korvata jollakin muulla tavalla. Käytännössä osakepääoman korotustilanteissa, esimerkiksi merkittäessä optioilla osakkeita, tämä on aiheuttanut tarpeetonta byrokratiaa ja allekirjoitusten hankkimista ”varastoon”.

Kiinnitämme huomiota myös OYL 4:8a §:n 2 momentin toiseen lauseeseen. Katsoimme, että enää ei ole tarpeen edellyttää osakepääoman maksamista nimenomaisesti Suomessa olevalle talletuspankin tilille.

Monet yritykset ovat kokeneet nykyisen lähipiirimääritelmän liian hankalaksi käytännössä noudatettavaksi. Myös tytäryhtiösulautumista on pidetty liian jäykkänä ja muodollisena.

Haluamme kiinnittää huomiota myös 7:3§:n ja 9:9§:n väliseen suhteeseen. Säännösten sijoittaminen eri paikkoihin saattaa johtaa siihen, että kuukauden määräaika jää huomaamatta.

11:9a § koskee kaikkia osakeyhtiöitä. Pääomadirektiivin määräysten mukaisesti säädöksen tulisi mielestämme koskea ainoastaan julkisia osakeyhtiöitä.

Esitämme että

- yhtiöjärjestyksessä määritelty yhtiön toiminimen kirjoittaja voisi siinä ominaisuudessa antaa osakepääoman maksamista koskevat vakuutukset
- omia osakkeita hankittaessa tai luovutettaessa yksinkertaistetaan ja vähen-

- netään kokouskutsussa mainittavia asioita
- tarkistetaan lähipiirimääritelmä
  - yksinkertaistetaan tytäryhtiöfuusioita koskeva menettely

Timo Kaisanlahti

## TAHDONVALTAISUUS OSAKEYHTIÖSÄÄDÄNNÖN LÄHTÖKOHTANA - TALOUDELLINEN PERUSTA JA RAJOITUKSET<sup>1</sup>

Kirjoituksen sisältö on seuraava:

- 1 Johdanto<sup>2</sup>
  - 1.1 Kilpailulliset markkinat tahdonvaltaisen sääntelyn perustana
  - 1.2 Täydellisten markkinoiden tehokkuus
  - 1.3 Transaktiokustannusten alentaminen yhtiöoikeuden tehtävänä (lähes) täydellillä markkinoilla
  - 1.4 Vaihdannan vapaus kilpailullisten markkinoiden lähtökohtana
    - 1.4.1 Varkaus ja muut omaisuusrikokset
    - 1.4.2 Monopoli ja vangin pulma
  - 1.5 Vangin pulma yhtiöoikeudellisessa säädännössä
    - 1.5.1 Julkinen ostotarjous osakkeista
    - 1.5.2 Omien osakkeiden hankinta
  - 1.6 Tietämyksen epäsymmetrisyys taloudellisessa toiminnassa
- 2 Tahdonvaltaisuus ja vähemmistöosakkaan suoja
  - 2.1 Arvopaperimarkkinat ja vähemmistösuojan tahdonvaltaisuus vs. pakottavuus
  - 2.2 Alkuperäisen yhtiöjärjestyksen tahdonvaltaisuus - esimerkkinä osake ja ääni -periaate
  - 2.3 Markkinatiedon puute yksityisessä osakeyhtiössä - peruste säädännön pakottavuudelle?
  - 2.4 Yhtiöjärjestyksen muuttaminen ja vähemmistösuoja
  - 2.5 Lunastustarjousvelvollisuus sulautumisessa
  - 2.6 Merkintäetuoikeus osakeannissa
- 3 Tahdonvaltaisuus ja velkarahoittajan suoja
  - 3.1 Sidotun pääoman pysyvyys
  - 3.2 pääoman vähimmäismäärä

---

<sup>1</sup> Hallitusneuvos, OTT Timo Kaisanlahti

<sup>2</sup>Tämän kirjoituksen tavoitteena on määritellä tahdonvaraisen ja pakottavan lainsäädännön rajapintaa. Kyse on de lege ferenda -tutkimuksesta. Säädännön luonteelle etsitään johdonmukaista pohjaa siinä taloudellisessa ympäristössä, jossa osakeyhtiöt ja niiden osakkaat ja velkojat toimivat. Tätä silmällä pitäen kirjoituksen argumentit perustuvat oikeuden taloudelliseen analyysiin eli ne ovat luonteeltaan ensisijaisesti oikeustaloustieteellisiä. Kirjoitus perustuu väitöskirjaani KAISANLAHTI, Timo (1998). Sidosryhmät ja riski pörssi-yhtiössä. Helsinki. Tämän vuoksi viitteet koskevat vain suoria lainauksia muiden kirjoituksista.

- 4 Yritysjohdon toiminta
  - 4.1 Oman edun tavoittelun (epälojaalisuuden) kieltö
  - 4.2 Huolellisuusvelvoite "kiperänä kysymyksenä"
- 5 Yhteenvedö

## 1. JOHDANTO

### 1.1 Kilpailulliset markkinat tahdonvaltaisen säätelyn perustana

Oikeustaloustieteellisessä tutkimuksessa korostetaan tahdonvaltaisuuden tarkoituksenmukaisuutta yhtiöoikeudellisessa säätelyssä. Perustelu on tehokkuusperusteinen. Esimerkiksi käy Clas Wihlborg, jonka mukaan tahdonvaltaisen säädäntö voidaan johtaa kahtaalta:<sup>3</sup>

"First, the legislator cannot know the 'best' mutually agreeable contract terms under a wide variety of circumstances. Second, only if law is enabling can competition among contractual arrangements exist. Thus, mandatory law is likely to be associated with efficiency losses in the sense that many firms and individuals must enter into contracts that are not mutually agreeable."

Olosuhteet vaihtelevat yhtiöittäin. Tämän vuoksi tehokkuusperustetta korostavat taloustieteilijät katsovat, ettei lainsäätäjä voi olla osapuolia parempi määrittämään heidän välisen sopimuksen tai muun suhteen ehtoja. Toisaalta tahdonvaltainen säätely mahdollistaa myös tehokkaiden ratkaisujen kehittymisen ajan myötä; pakottava lainsäädäntö ei tätä salli, ellei ajatella, että lainsäätäjä on osapuolia kyvykkäämpi kehityksen huomioon ottamiseen.

Tahdonvaltaisen säätelyn taloudellinen oikeutus tukeutuu kilpailullisten markkinoiden eli täydellisen kilpailun (engl. perfect market) olemassaoloon. Tällaisilla markkinoilla tahdonvaltaisuuden rajoittaminen ei koskaan ole talouden kannalta tarkoituksenmukaista, sillä jos kilpailu toteutuu täydellisesti, osapuolet eivät valitse tehottomia sopimusehtoja.

Taloustieteessä täydellinen kilpailu on tarkoitettu todellisuuden pelkistykseksi eli malliksi. Sen avulla voidaan jäljittää eri tekijöiden vaikutusta talouden toimintaan. Taloustieteilijä arvioi esimerkiksi polttoaineen hinnan vaikutusta sen kysyntään olettaen, että muut seikat pysyvät samanaikaisesti ennallaan. Kilpailullisen mallin avulla eritellään näin yksittäisen tekijän vaikutusta. Malli ei itsessään väitä, että muut seikat taloudellisessa todellisuudessa säilyvät muuttumattomina, kun esimerkiksi polttoaineen hintaa nostetaan. Tarkoituksena on ainoastaan käyttää mallia vertailukohtana todellisille markkinoille. Sen avulla voidaan kohdentaa tarkastelu todellisten markkinoiden toimimattomuuden lähteisiin. Malli on näin ensimmäinen askel todellisten vaikutussuhteiden ymmärtämiseksi.

Teoreettiset edellytykset kilpailullisille markkinoille ovat ankarat. Tällaisilla markkinoilla yksittäinen yritys ei voi vaikuttaa tuotteensa myyntihintaan, sillä lukuisia myyjiä kilvoittelee keskenään mahdollisuudesta tehdä sopimus ostajakandidaatin kanssa. Yritysten vastapuolen eli ostajien aseman kannalta olennaista on, että kullakin ostajakandidaatilla oletetaan olevan kaiken kattava tieto siitä, mitä hän on hankkimassa. Tietämys koskee, ei ainoastaan hankit-

---

<sup>3</sup>WIHLBORG, Clas (1998). Economic Efficiency with Enabling and Mandatory Law. Teoksessa: ELIASSON, Gunnar - GREEN, Christopher (Eds.), Microfoundations of Economic Growth - A Schumpeterian Perspective. USA. s. 113.

tavan hyödykkeen ominaisuuksia, vaan myös niitä riskejä, jotka tulevat ostajan kannettavaksi hyödykettä koskevan sopimuksen myötä. Jos lain säännös tai sopimusehto esimerkiksi rajoittaa myyjän vastuuta viallisen hyödykkeen aiheuttamista vahingoista, ostajakandidaatti tietää täydellisillä markkinoilla, että tämä riski tulee hänen kannettavakseen, sekä vian todennäköisyyden. Lisäksi hän kykenee arvioimaan mahdollisen vahingon suuruuden.

## 1.2 Täydellisten markkinoiden tehokkuus

Kilpailullisilla markkinoilla jokainen sopimusehto, jota käytetään pitkän aikaa ja useissa sopimuksissa, on tehokas. Tämä perustuu siihen, että jos kilpailu on täydellistä, ostajat tietävät täsmälleen ne haitat ja hyödyt, jotka aiheutuvat heille tietyn yksittäisen ehdon hyväksymisestä sopimukseensa.

Oletetaan, että lähtötilanteessa - ennen täydellisen kilpailun syntymistä - yleisesti käytössä on sopimusehto, josta ostajalle aiheutuvat haitat ovat suuremmat kuin hänen ehdosta saamansa hyödyt. Esimerkiksi käy kestokulutushyödykkeen takuuajan rajoittaminen muutamaksi viikoksi tai kuukaudeksi. Tällöin täydellisillä markkinoilla lukuisten samanlaista hyödykettä tarjoavien yritysten kanssa kilpaileva myyjä voi lisätä oman hyödykkeensä kysyntää ostajien keskuudessa yksinkertaisesti poistamalla sopimusmallistaan takuurajoituksen. Myyjälle luonnollisesti aiheutuu kustannuksia rajoituksen poistamisesta. Takuuseenhan tullaan vetoamaan aikaisempaa useammin, jolloin hän joutuu kantamaan sen kattamat kustannukset hyödykkeen korjaamisesta. Mutta täydellisillä markkinoilla myyjä voi kattaa takuukustannukset yksinkertaisesti nostamalla hyödykkeestään perimää hintaa. Korkeampi hinta ei nimittäin ohjaa ostajakandidaatteja myyjän kilpailijoiden asiakkaisiksi, jos - kuten täydellisen kilpailun mallissa oletetaan - ostajat tietävät täsmälleen ne haitat ja hyödyt, jotka sisältyvät kuhunkin sopimusehtoon. Päinvastoin ostajakandidaatit ovat aikaisempaa halukkaampia ostamaan juuri tämän myyjän tarjoamaa hyödykettä silloin, kun paremmasta takuuehdosta koituvan edun arvo on heille suurempi kuin asianomaisen hyödykkeen hinnan ja sen kanssa kilpailevien hyödykkeiden (alemman) hinnan välinen erotus.

Vastaavasti ostajat ovat vähemmän halukkaita hyödykkeen hankkimiseen tietyltä myyjältä, mikäli hyöty hänen tarjoamastaan muita paremmasta takuusta ei kata hänen perimäänsä muita korkeampaa myyntihintaa. Tämä markkinavalinta on tehokkuuden keskeinen sisältö. Markkinoilla, joilla ostajakandidaateilla on täydellinen tietämys hyödykkeen eduista ja haitoista, voivat menestyä vain sellaiset takuu- ja muut sopimusehdot, jotka ovat tehokkaita.

## 1.3 Transaktiokustannusten alentaminen yhtiöoikeuden tehtävänä (lähes) täydellisillä markkinoilla

Edeltävässä luvussa on kuvattu täydellistä kilpailua yleisen hyödykekäsitteen avulla, käyttäen esimerkkinä takuuehtoa. Esitys voidaan kuitenkin kääntää yhtiöoikeudelliseksi, kun "myyjän" tilalle vaihdetaan yritysjohto - joilla tarkoitetaan seuraavassa sekä toimitusjohtajaa ja hallitusta sekä mahdollista hallintoneuvostoa - ja "ostajaksi" ulkopuoliset sijoittajat, kuten (vähemmistö)osakkeiden ostajat.

Suoraviivainen johtopäätös täydellisen kilpailun mallista on, että koska osakkeisiin sijoittajilla on lähes täydellinen tietämys, ei esimerkiksi ole tarpeen suojata osakkeenomistajia yritysjohtoon mahdollisen opportunistin varalta. Hehän voivat ottaa tämän uhan huomioon tarjoamalla osakkeesta sellaista hintaa, johon sisältyy riskiä vastaava vähennys. Yritysjohto voi toisaalta pyrkiä vakuuttamaan sijoittajia erilaisilla "takuilla" toimintansa moit-

teettomuudesta, esimerkiksi tilintarkastuttamalla tilinpäätöksensä.

Vastaavasti velkojainsuojasäännökset eivät ole tarpeen tehokkailla markkinoilla, koska lainanantajat voivat ottaa huomioon riskin yritysjohton velkojain etujen vastaisesta toiminnasta yksinkertaisesti nostamalla korkovaatimusta verrattuna siihen, mikä se olisi ilman tällaista riskiä. Toisaalta yritysjohto voisi pyrkiä vakuuttamaan lainanantajatkin moitteettomuudestaan, esimerkiksi lainehtoihin otetuina rajoituksina.

Argumentti markkinatehokkuudesta on kuitenkin omiaan johtamaan vastakysymykseen siitä, miksi yhtiöoikeudessa ylipäänsä tarvitaan lakiin kirjoitettuja tahdonvaltaisia (dispositiivisia) säännöksiä. Eikö voitaisi jättää yhtiöoikeudellisten suhteiden sääntely täysin osapuolten harkintaan? Dispositiiviset säännökset perustellaan tavanomaisesti niin sanotuilla transaktiokustannuksilla. Yhdysvaltalaiset Frank Easterbrook ja Daniel Fischel muotoilevat tämän käsityksen seuraavasti:<sup>4</sup>

"- - corporate law is a set of terms available off-the-rack so that participants in corporate venture can save the cost of contracting. [- -] Corporate codes and existing judicial decisions supply these terms "for free" to every corporation, enabling the venturers to concentrate on matters that are specific to their undertaking."

Dispositiiviset säännökset säästävät näin osapuolilta sopimiskustannukset sellaisesta asiasta, josta on olemassa tavanomaista käytäntöä ja josta poikkeamista osapuolet eivät pidä omassa asiassaan tarpeellisena. Tämän mukaan optimaalinen säännös on se, jonka osapuolet valitsisivat välittömästi, jos neuvottelu- ja muita transaktiokustannuksia ei olisi lainkaan. Mutta koska transaktiokustannukset rasittavat käytännössä aina sopimusten tekemistä ja koska säännöksen muotoilu vaikuttaa siitä poikkeamisen kustannuksiin, tehokkain tahdonvaltainen säännös on se, joka minimoi sopimuksen teon kokonaiskustannukset.

Tähän liittyy kysymys sidosryhmien sopimuksen tulkinnasta: miten menetellä, jos yhtiön ja sen sidosryhmän välinen sopimus on aukollinen? Mallista seuraa, että aukko tulee täyttää sellaisella tulkinnalla, jonka mukaisen kuvitellun ehdon sopijapuolet olisivat sisällyttäneet sopimukseensa, jos he olisivat tienneet aukon olemassaolosta sopimuksen tekohetkellä.

#### 1.4 Vaihdamme vapaus kilpailullisten markkinoiden lähtökohtana

Vaikka hyväksyttäisiin edellisessä luvussa esitetty yleinen johtopäätös tahdonvaltaisen säädännön tehtävästä transaktiokustannusten alentajana, siitä ei juuri saada johtoa pakottavan ja tahdonvaltaisen säädännön väliseen rajankäyntiin, jos otetaan huomioon se, että markkinat eivät koskaan ole täydelliset. Seuraavassa hyödynnetäänkin päinvastaista lähestymistapaa. Tämä tarkoittaa, että rajankäynnissä pyritään määrittelemään niitä tilanteita, joissa pakottava säädäntö on tarkoituksenmukainen jo taloudellisen tehokkuuden näkökulmasta.

Näiden tilanteiden kartoituksessa lähtökohtana on taloudellinen vaihdanta ja sen vapaus. Vaihdamme vapaus on kilpailullisten markkinoiden ideaalin perusta. Vaihdamme on tuottavaa toimintaa itsessään: kaupassa niin ostaja kuin myyjä pyrkivät lisäämään kokonaishyötyään. Kumpikin heistä tavoittelee arvokkaampaa hyödykettä kuin minkä he itse antavat vastikkeeksi. Tämä ajatus pelkistyy vaihtokaupassa, jossa kummankin osapuolen suorituksen arvo perustuu subjektiivisiin arvioihin. Ellei kumpikin heistä katsoisi saavansa vaihtokaupassa

<sup>4</sup>EASTERBROOK, Frank - FISCHER, Daniel (1989). *The Corporate Contract*. *Columbia Law Review*. s. 1444.

arvokkaampaa hyödykettä kuin mitä antavat siitä vastikkeeksi, ei kauppaa ylipäänsä syntyisi.

#### 1.4.1 Varkaus ja muut omaisuusrikokset

Perinteisen oikeustutkimuksen ja oikeustaloustieteen näkökulman välinen ero nousee hyvin esille varkauden ja muiden omaisuusrikosten merkityksen tulkinnassa. Oikeudelliselta kannalta varkaus on yhteiskunnallisesti paheksuttava teko, koska se perustuu pakottavuuteen eikä vapaaehtoisuuteen.

Toisaalta taloudellisissa analyysissä varkauden moitittavuus johdetaan sen kokonaistalouden tehokkuutta vähentävästä vaikutuksesta. Varkauden kohteena oleva esine siirtyy oikeudettomasti sen omistajalta varkaalle, joten se voi hyödyttää varasta yhtä lailla kuin se aikaisemmin hyödytti omistajaa. Mutta taloudellisen analyysin mukaan olennaista on se, että varkaus ei tuota koko kansantalouden kannalta lisäarvoa, jolla ainakin periaatteessa voitaisiin kompensoida esineen omistajan menetystä. Toisin sanoen varastaminen on taloustieteen näkökulmasta vapaaehtoista vaihdantaa tehottomampi toimintamuoto. Vaihdantahan perustuu siihen, että kaupan kummankin osapuoli kokee hyötyvänsä kaupasta eli saavansa lisäarvoa. Sitä, että varkaus tai muu omaisuusrikos ei tuota lisäarvoa, voidaan pitää oikeudellisen moitittavuuden käänköpuolena. Lisäksi yhteiskunnan jäsenet joutuvat uhraamaan voimavarojaan rikosten ehkäisyyn esimerkiksi turvalukkoja hankkimalla. Toisin sanoen varkausriski vähentää hyvinvointia.

#### 1.4.2 Monopoli ja vangin pulma

Taloustieteen ja oikeustieteen käsitykset vaihdannan vapauden sisällöstä ovat alkaneet lähentyä yhä enenevässä määrin. Perinteisestä varallisuus oikeudellisesta näkökulmasta vapaaehtoinen kauppa, joka täyttää sopimusvapauden tunnusmerkit, ei välttämättä ole sitä tosiasiallisesti. Yleisin esimerkki on monopolitilanne, jossa yksi myyjä pystyy määräämään hyödykkeen hinnan, jolloin ostajat ovat puolestaan "pakotettuja" hyväksymään tämän. Asianomaisen hyödykkeen hinta on tällöin korkeampi ja hyödykettä tuotetaan vähemmän kuin mitä tehokkuus edellyttäisi. Tämä käsitys ilmenee nykyään myös suomalaisessa kilpailulainsäädännössä, jolla muun muassa monopolitilanteet on pyritty saattamaan julkisen vallan valvonnan piiriin.

Monopolitilanteen ohella toinen yleinen esimerkki vaihdannan vapauden vääristymisestä on niin sanottu vangin pulma. Tällä tarkoitetaan olosuhteita, joissa osapuolilla on käytettävissään sama informaatio, mutta he eivät voi välittää toisilleen sitoutumisen todentavalla tavalla kantansa tarkoituksenmukaisesta menettelystä. Tätä voi jokin kolmas taho mahdollisesti käyttää hyväkseen. Jos yhteistoiminnan edellyttämä tiedon vaihtaminen ei ole mahdollista siitä aiheutuvien kustannusten korkeuden takia, rationaaliset osapuolet saattavat pitää toissijaisena sellaista vaihtoehtoa, joka maksimoisi heidän yhteenlasketun hyötynsä, ja tyytyä vaihtoehtoon, joka ottaa huomioon toisen osapuolen mahdollisen opportunistisen käyttäytymisen. Mikäli kolmas taho päättää tällaisessa tilanteessa vaihtoehtojen muotoilemisesta, hän voi käyttää osapuolten yhteistoimintaongelmaa hyväkseen ja tosiasiallisesti "pakottaa" kummankin osapuolen sellaiseen valintaan, joka ei ole heidän etunsa mukainen.

#### 1.5 Taloudellinen pakottamattomuus yhtiöoikeudellisessa säädännössä

Vaihdannan vapaudella on sisältö myös yhtiöoikeudellisessa sääntelyssä. Keskeistä on oletamus yhtiön sidosryhmien välisten sopimusten pohjautumisesta vapaaehtoiseen vaihdantaan.



Tällöin sopimukset ovat lähtökohtaisesti edullisia kummallekin sopijapuolelle: ellei näistä kumpikin oleta *ex ante* hyötyvänsä sopimuksesta, ei vapaan vaihdannan mukaisessa valintatilanteessa sopimusta ylipäänsä syntyisi. Molemmipuolisesta edullisuudesta seuraa, että sopimuksia, myös implisiittisiä, tulisi pitää pätevinä siinä missä "tavanomaisia" kaupallisia sopimuksiakin.

Sanottuun liittyy myös toinen johtopäätös: yhtiöoikeudellisten säännösten ei tulisi olla pakottavia. Yhtiön sidosryhmien pitäisi voida sopia jostakin seikasta toisin kuin laissa säädetään. Vaihdannan vapauden vallitessa sidosryhmät ovat halukkaita tällaiseen menettelyyn vain, jos kumpikin osapuoli katsoo sen olevan edullista itselleen. Siten oikeusjärjestyksen olisi sallittava tämä. Toisin sanoen yhtiöoikeuden tulisi olla indispositiivinen säännöstö.

Tahdonvaltaisuuden hyväksyttävyyys osakassuhteissa edellyttää kuitenkin aina taloudellista "pakottomuutta" - pakottavuus voi perustua ensisijaisesti siihen, ettei yksittäinen vähemmistöosakas tiedä varmasti, miten muut tulevat tosiasiallisesti toimimaan. Toisin sanoen kysymys on vangen pulman yhtiöoikeudellisesta ilmentymästä. Jottei valintatilanne olisi pakottava, vähemmistöosakkaan tulee voida valita tarjolla olevista vaihtoehdoista se, joka on hänelle kannattavin ilman, että hänen täytyy samanaikaisesti ottaa huomioon muiden osakkaiden käyttäytymistä.

### 1.5.1 Julkinen ostotarjous osakkeista

Useat toimet arvopaperimarkkinoilla ovat muotoiltavissa vangen pulmaksi. Selkeä esimerkki on arvopaperimarkkinalain 6:1 §:n tarkoittama julkinen ostotarjous, jossa kohteena olevan osakkeen omistaja ei voi tietää varmasti, miten muiden osakkeiden omistajat tulevat reagoimaan tarjoukseen - hyväksyvätkö vai hylkäävätkö he sen. Koska kaikki omistajat ovat samassa tilanteessa, kukin heistä osallistuu tarjoukseen silloinkin, kun ei pidä sitä etunsa mukaisena.

Tämän pakottavuuden eliminoimiseksi vähemmistöosakkaan tulisi saada tarjousajan päätyttyä vielä toinen mahdollisuus osallistua tarjoukseen niillä ehdoilla, jotka muut osakkaat ovat jo hyväksyneet eli alkuperäisen tarjouksen mukaisilla ehdoilla.<sup>5</sup> Jotta yksittäinen vähemmistöosakas voisi toimia rationaalisesti, hänelle on tarpeen tietää siitä, mikä on ollut muiden vähemmistöosakkaiden suhtautuminen tarjoukseen. Jos hänellä on mahdollisuus osallistua tarjoukseen vielä alkuperäisen tarjousajan päätyttyä, tarkoituksenmukaisesta toiminnasta epävarma sijoittaja voi lykätä päätöksenteon osallistumisestaan myöhemmäksi, kunnes hänellä on käytettävissään tieto muiden käyttäytymisestä.

### 1.5.2 Omien osakkeiden hankinta

Esimerkkejä vangen pulmasta voidaan hahmotella muitakin: osakeyhtiölain 7:3 §:ään perustuva yhtiön tarjous liikkeeseen laskemiensa ("omien") osakkeidensa ostamisesta voi muodostua tällaiseksi, sillä vähemmistöosakas ei välttämättä osaa arvioida, kannattaako hänen osallistua tarjoukseen, koska hän ei tiedä, miten muut osakkaat tulevat tosiasiallisesti toimimaan tarjouksen suhteen. Yleistäen voidaan esittää, että kaikki vanhoille osakkeenomistajille suunnatut tarjoukset - olipa niiden esittäjänä kuka tahansa - ostaa tai vaihtaa heidän osakkeensa toisenlaisiksi arvopapereiksi saattavat johtaa taloudellista valintaa tosiasiallisesti rajoittavaan vangen pulmaan tarjouksen kohteena olevan osakkaan kannalta. Siten

---

<sup>5</sup>*Israelin* osakeyhtiölain tämänsisältöisestä säännöksestä ks. PROCACCIA, Uriel (1996). *Crafting a Corporate Code from a Scratch. Cardozo Law Review*. s. 645.

yleisen "toisen mahdollisuuden" tarjoamisveloitteen asettaminen pakottavana normina eliminoisi vangin pulman osakkeenomistajien keskinäisestä suhteesta.

Lakiteknisesti tällainen säännös kuuluisi kuitenkin osakeyhtiölakia luontevammin arvopaperimarkkinalakiin, sillä pakottavan tarjouksenhan voi periaatteessa tehdä sellainenkin taho, joka tarjouksen tehdessään ei omista vielä yhtäkään osaketta.

## 1.6 Tietämyksen epäsymmetrisuus taloudellisessa toiminnassa

Kilpailullisen markkinaideaalin lähtökohtana on vaihdannan vapauden ohella oletus markkinaosapuolten täydellisestä tietämyksestä, kuten edellä on jo käynyt ilmi. Ellei tietämys ole täydellinen, ei tehokkaan valinnan tekeminen ole aina mahdollista. Toisaalta myös informaation epäsymmetrisuus sopijapuolten välillä voi johtaa kokonaistaloudellisesti tehostamaan tulemaan.

Tavanomainen esimerkki tietämyksen epäsymmetrian vaikutuksesta on käytetyn auton kauppaa. Koska ostajakandidaatit eivät voi tietää myytävän auton kunnosta niin paljon kuin myyjä, on johdonmukaista, että kukin ostaja epäilee myyjän vakuutteluja auton "hyvästä" kunnosta. Tällöin ostaja on valmis maksamaan vain sellaisen hinnan, johon sisältyy auton huonokuntoisuutta koskeva riskilisä. Toisin sanoen informaation epäsymmetrisuus alentaa autosta tarjottavaa hintaa. Myyjän näkökulmasta tämä merkitsee, ettei hänen kannata myydä kuin huonokuntoisia autoja, koska ostajat eivät maksa paremmastakaan autosta kuin huonokuntoista vastaavan hinnan. Tämän vuoksi esimerkiksi autolle myönnettävä takuu ymmärretään taloudellisessa analyysissä keinoksi, jolla tavanomaista parempien autojen myyjä voi erottautua uskottavasti muista myyjistä ja saada ostajat maksamaan autoistaan niiden todellista kuntoa vastaavan hinnan.

Informaation kohde on sopimuskumppani, joka voi - ainakin periaatteessa - ottaa epäsuhtaan huomioon siinä hinnassa, jonka hän on valmis hyväksymään. Epäsymmetrisuus "sisäistyy" näin sopimusneuvottelussa. Tämän vuoksi tietämyksen epäsymmetrisuus ei itsessään ole "oikeudenmukaisuutta" vaativa seikka. Eri kysymys on kuitenkin se, kykeneekö sopimuskumppani tällaiseen järjelyyn ja sopeuttamaan hintatarjouksensa riskiä vastaavasti.

Informaation epäsymmetrisuus johtaa kysymykseen siitä, missä määrin tahdonvaltaisuutta tulisi rajoittaa yhtiöoikeudellisissa suhteissa. Johtopäätöshän ei voi olla, että kaiken säädännön tulisi olla pakottavaa. Tätähän ei kukaan ainakaan eksplisiittisesti puolusta ottaen huomioon taloudellisen toiminnan tarpeet. Oikeuskirjallisuudessa yleisesti tunnustetaan vaara siitä, että pakottavat suojasäännökset - olipa kohteena vähemmistöosakkaat, osakaskunta tai velkojat - voivat antaa tilaisuuden niiden väärinkäyttöön ja siten estää yhtiön tarkoituksenmukaista hoitoa. Perinteinen doktriini ei kuitenkaan ole kyennyt antamaan yleistä ohjetta siitä, mihin tulisi asettaa raja suojan antamisen (so. säädännön pakottavuuden) ja tehokkaan toiminnan varmentamisen (tahdonvaltaisuuden) välille.

## 2. TAHDONVALTAISUUS JA VÄHEMMISTÖOSAKKAAN SUOJA

Sijoittaja, joka harkitsee osallistumista yhtiöön vähemmistöosakkaana, epäilee, että yri-tysjohto ja/tai enemmistöosakas voi määräysvaltansa turvin pyrkiä hyötymään vähemmistö-osakkaiden kustannuksella. Mutta hän tietää tämän etukäteen (ex ante) ennen sijoituksensa tekemistä: siksi sijoittaja voi ottaa riskin huomioon siinä hinnassa, jonka hän on valmis maksamaan yhtiön osakkeesta. Mitä huonompi on vähemmistöosakkaan suoja, sitä kor-

keampi on hänen tuottovaatimuksensa, mikä merkitsee alempaa hintaa kuin muuten. Jotta yhtiö saisi mahdollisimman korkean hinnan niistä osakkeista, joita se tarjoaa ulkopuolisten sijoittajien (potentiaalisten vähemmistöosakkaiden) merkittäviksi, yritysjohdon ja/tai enemmistöosakkaan omassa intressissä on pyrkiä järjestämään sijoittajille "takeet" siitä, ettei hän pyri hyötymään heidän kustannuksellaan.

Ongelmana on kuitenkin uskottavuus: vaikka osakkeiden yleisölle tarjoava yhtiö kirjaisi esimerkiksi yhtiöjärjestykseensä määräykset, joiden nojalla osakkeisiin sijoittanut voisi vaatia korvausta yhtiöltä, jos sijoitus ei osoittaudu sellaiseksi kuin mitä tarjousesitteessä ja osakeannin muussa markkinoinnissa on annettu ymmärtää, on rationaalisen sijoittajan kannalta uskottavampaa, jos vilpilliseen osakkeiden markkinointiin syyllistynyt voidaan saattaa rangaistusvastuun alaiseksi, kuten esimerkiksi Suomen arvopaperimarkkina-alueella on tehty. Siten lain pakottavuus osakeantien markkinoinnissa on yritysjohdon edun mukaista. Jos tällaista sääntelyä ei ole, on sijoittajien tuottovaatimus vastaavasti suurempi. Kysymys on itse asiassa koko kansantalouden edusta: jollei pakottavaa sääntelyä ole, on sijoittajien tuottovaatimus korkeammalla tasolla, jolloin myös investointitoiminta yhteiskunnassa on vähäisempää kuin muuten.

## 2.1 Markkinahinnoittelu ja vähemmistösuojan tahdonvaltaisuus vs. pakottavuus

Keskeistä taloudellisen analyysin näkökulmasta on, että toimivilla arvopaperimarkkinoilla sijoittaja maksaa osuudestaan käyvän hinnan, jossa kuvastuvat osakkeenomistajan asemaan liittyvien oikeuksien arvo asianomaisessa yhtiössä. Tämän osalta vastakysymys kuuluu, mikä vaikutus on sillä, jos arvopaperimarkkinat eivät toimi tehokkaasti. Tulisiko pakottava lainsäädäntö perustaa siihen, että markkinat eivät täysin kykene määrittämään vähemmistöosakkaan asemaan liittyviä oikeuksia?

Myönteinen vastaus tähän kysymykseen olisi kuitenkin ennenaikainen, koska se tukeutuu ajatukseen, jonka mukaan arvopaperimarkkinoilla osakkaat maksaisivat "liikaa" verrattuna osakkeen todelliseen arvoon eli arvoon, jossa kuvastuisivat täydellisesti osakkeeseen liittyvät oikeudet. Mikään ei kuitenkaan sinänsä tue oletusta osakkeiden ylihinnoittelusta niiden todelliseen arvoon nähden. Yhtä hyvin osake voi olla alihinnoiteltu. Myönteinen vastaus olisi toki perusteltu, jos ylihinnoitteluvirhe olisi systemaattinen. Mutta jos näin todellakin olisi, arvopaperimarkkinoilla toimivat ammattimaiset osapuolet pyrkisivät hyötymään tästä. Tämän seurauksena hinnoitteluvirhe oikenis.

## 2.2 Alkuperäisen yhtiöjärjestyksen tahdonvaltaisuus - esimerkkinä osake ja ääni-periaate

Arvopaperimarkkinoilla toimivat osapuolet, sijoittajat, kykenevät arvioimaan eriaänisten osakkeiden haittoja ja hyötyjä. Lukuisissa ulkomaisissa ja myös kotimaisissa tutkimuksissa on selvitetty äänivaltaerojen heijastumista osakelajien pörssikursseihin. Tulokset vahvistavat arkihavainnon siitä, että suuremman äänimäärän tuottavasta osakkeesta maksetaan enemmän kuin vähä-äänisestä. Toisin sanoen sijoittajat toimivat johdonmukaisesti hinnoittellessaan äänivaltaeroa koskevia yhtiöjärjestyksensä määräyksiä: he ottavat äänivaltaerot huomioon siinä hinnassa, jonka he ovat valmiita maksamaan vähä-äänisestä osakkeesta.

Jos määräysvallan keskittymisestä seuraavat haitat arvioidaan painavammiksi kuin hyödyt, sijoittajat edellyttävät vähä-ääniseltä osakkeelta suurempaa tuottoa kuin muuten. Toisin sa-

noen he ovat valmiita maksamaan vähä-äänisestä osakkeesta alhaisemman hinnan kuin moniäänisestä osakkeesta. Jos sijoittaja on pitänyt määräysvaltakilpailumahdollisuuden puutetta epäedullisena seikkana, se on nostanut hänen tuottovaatimustaan, jolloin hän on ollut halukas maksamaan osakkeesta vähemmän kuin muuten. Yhtiön näkökulmasta tämä merkitsee korkeampia rahoituskustannuksia, koska tietyn suuruisen pääoman keräämiseksi on vähä-äänisiä osakkeita tarjottava merkittäväksi halvemmalla kuin jos yhtiössä olisi vain yksi osakesarja. Siten yritykset pyrkivät välttämään eriaänisten osakelajien käyttämistä tavoitellessaan mahdollisimman alhaista rahoituskustannusten tasoa.

Toisaalta osake ja ääni -periaatteesta luovutaan, jos eriaänisten osakkeiden haittojen ja hyötyjen punninnassa yritysjohto ja yhtiökokous päätyvät siihen, että edut ovat haittoja suuremmat. Sijoittajien edun mukaista on kannustaa johtohenkilöitä yrityskohtaisen osaamisen hankkimiseen ja ylläpitämiseen. Yksi keino tällaisen kannustimen luomiseen on antaa määräysvallan tuottavia moniääniosakkeita yritysjohtajien merkittäviksi. Lisäksi eriaänisiä osakkeita voidaan käyttää hyväksi yhtiön toiminnan järjestämisessä. Kuten oikeuskirjallisuudessa toistuvasti esitetään, äänilajien avulla yrityksen perustajat pystyvät säilyttämään määräysvaltansa tilanteessa, jossa oman pääoman ehtoista rahoitusta on tarpeen saada ulkopuolisilta sijoittajilta: perustajat antavat näiden merkittäviksi vain vähä-äänisiä osakkeita.

Sijoittajat eivät kuitenkaan ole yritysjohton ja yhtiökokouksen "armoilla". Jos he katsovat - toisin kuin yritysjohto ja yhtiökokous, että eriaäniset osakkeet eivät ole tarkoituksenmukaisia, voivat sijoittajat suojautua maksamalla vähä-äänisestä osakkeesta vähemmän kuin moniäänisestä. Osakesäästäjän ei edes tarvitse tehdä tätä arviota itse, sillä ero on jo otettu huomioon kulloisessakin pörssikurssissa markkinoilla aktiivisesti toimivien suursijoittajien ja heidän käyttämien sijoitustutkijoiden toimesta. On myös huomattava, että lainsäätäjällä ei ole sijoittajaa parempaa asemaa eriaänisten osakkeiden etujen ja haittojen punninnassa. Lainsäädäntö ei voi olla yrityskohtaista, mutta edut ja haitat eriaänisistä osakkeista vaihtelevat yhtiöstä toiseen. Jos eriaäniset osakkeet kielletäisiin, jäisivät kansantaloudessa hyödyntämättä ne tehokkuusedut, jotka empiiristen tutkimusten mukaan voivat seurata eriaänisten osakelajien käyttämisestä.

Näiden seikkojen nojalla on perusteltavissa eriaänisten osakelajien salliminen Suomen osakeyhtiölaissa. Laki toisaalta rajoittaa osakelajien enimmäisäänieron 20-kertaiseksi. Jotkut tutkijat ovat esittäneet, että ääni ja osake -periaatteen, kuten myös lakimääräisen enimmäiseron, etuna on sen yksinkertaisuus osakkeen hinnoittelun kannalta. Toisin sanoen eriaänisten osakkeiden käyttäminen lisäisi sijoittajien transaktiokustannuksia.

Huoli sijoittajien hinnoittelukyvyvystä on kuitenkin liioiteltu. Keskeistä on, että sijoittajat voivat verifioida kulloisenkin äänivaltarakenteen julkisesta yhtiöjärjestyksestä. Äänirakenne ei ole vaikein osa osakkeen arvonmäärittäystä. Varman tiedon, kuten yhtiöjärjestyksessä esitetyn ehdon, hinnoittelu on helpompaa kuin arvioida vastaisia nettokassavirtoja, joiden suuruus on aina riskinalainen.

### **2.3 Markkinatiedon puute yksityisessä osakeyhtiössä - peruste säädännön pakottavuudelle?**

Tilanne on toisenlainen, jos asianomaisen yhtiön osakkeet eivät ole julkisen kaupankäynnin kohteena. Noteerattomaan yhtiöön sijoittavan henkilön käytettävissä ei nimittäin ole sitä informaatiota, joka sisältyy julkiseen kurssitietoon. Yhtiöjärjestyksen sisällön selonottamisesta johtuvat transaktiokustannukset ovat siten suuremmat kuin julkisessa yhtiössä. Tästä voi-

daan välittömästi tulla johtopäätökseen, jonka mukaan yksityisen yhtiön osakkeenomistajan tarve pakottavaan suojaan olisi suurempi kuin julkisesti noteeratun yhtiön osakkaalla. Esimerkiksi mahdollisuus kohtuuttoman yhtiöjärjestysmääräyksen sovitteluun tulisi olla vähemmistöosakkaan käytettävissä yksityisessä yhtiössä.

Toisaalta on huomattava, ettei yksityisen yhtiön vähemmistöosakkaan asema juuri eroa kommandiittiyhtiön äänettömän yhtiömiehen asemasta. Kommandiittiyhtiötä koskeva säädäntö on niin Suomessa kuin muuallakin korostuneen tahdonvaltaista. Kysymys kuuluukin, onko todellista tarvetta turvautua pakottavaan säädäntöön vähemmistöosakkaan suojaamiseksi osakeyhtiössä. Kielteisen vastauksen puolesta puhuu se, että henkilö, joka ryhtyy osakkaaksi, hyväksyy yhtiösopimuksen muun taloudellisen sopimuksen tavoin. Mahdollista tosin on, ettei hän tosiasiallisesti vaikuta yhtiösopimuksen sisältöön. Tämä kuitenkin rinnastuu tilanteeseen, jossa likeyrityksen tarjoama sopimus on vakiosopimus, jonka asiakas joko hyväksyy tai hylkää. Vastaavalla tavalla kuin mitä vakiosopimuksen hylkääminen eli kieltäytyminen sopimuksen tekemisestä likeyrityksen kanssa on asiakkaalle mahdollista, voi yksityiseen yhtiöön osakkaaksi ryhtymistä harkitseva henkilö päätyä kielteiseen tulokseen yhtiön yhtiöjärjestyksen epäedullisuuden eli sen tarjoaman suojan vähäisyyden takia. Sopimuksen hyväksyntä taas suojelee varallisuuspitoisista oikeustoimista annetun lain 36 §:n kohtuullistamissäännös, joka voi tulla sovellettavaksi myös muuttuneiden olosuhteiden perusteella. Vastaavaa tarvetta ei ole julkisessa yhtiössä, sillä yhtiön osakkeen pörssikurssissa heijastuu myös yhtiöjärjestyksen sisältö.

## 2.4 Yhtiöjärjestyksen muuttaminen ja vähemmistösuoja

Osakkuus on periaatteessa ikuinen. Yhtiöjärjestykseen myöhemmin tehtävien muutosten ennakoiminen on vaikeaa, joten esiin nousee kysymys suojaäännösten tarpeellisuudesta. Toisaalta taloudellisen analyysin näkökulmasta voidaan kysyä, miksi sijoittajat eivät ottaisi huomioon muutosmahdollisuutta silloin kun he hinnoittelevat yhtiöjärjestystä. Huomiotta jättämiselle ei voida esittää loogista perustetta, kun lähtökohtana on markkinaosapuolten herkeämätön kilpailu. Teoriassa hinnoittelun tulisi osua keskimäärin oikein: liian optimististen kuin pessimististen arvioiden tulisi kumota toisensa siten, että tilastollinen odotusarvo muutoksen vaikutuksesta olisi nolla. Esimerkiksi yhdysvaltalaisen Jonathan Macey'n mukaan " - shareholders are - - protected from the prospect of opportunistic mid-stream corporate changes from the outset, because market forces will adjust the prices they initially pay for their shares to account for the possibility that the such changes will be approved."<sup>6</sup>

Tämä ei kuitenkaan aina toteudu käytännössä. Kuvaava on Sanjai Bhagatin ja James Brickley'n empiirinen tutkimus vuodelta 1984.<sup>7</sup> Kohteena olivat sellaiset yhdysvaltalaiset pörssiyhtiöt, joissa poistettiin kumulatiivista äänestysmenettelyä koskeva määräys yhtiöjärjestyksestään tai muuten vähennettiin sen merkitystä. Tuloksena oli, että määräyksen poistamista koskeva ehdotus laski pörssikurssia keskimäärin 1,57 %. Osakkeita ostaessaan sijoittajat olivat siis olleet liian optimistisia siihen riskiin nähden minkä he olivat etukäteen arvioineet liittyvän osakkeeseen. Toisin ilmaistuna: jos he olisivat ottaneet riskin yhtiöjärjestyksen poistamisesta huomioon jo osakkeita ostaessaan, ei poistamisella olisi tullut olla keskimäärin vaikutusta pörssikurssiin.

Jos pidetään tavoitteena, että sijoittajan harkinnassa tulee olla, säilyykö hänen osuutensa

<sup>6</sup>MACEY, Jonathan R. (1993). Corporate Law and Corporate Governance in Sweden: A Law and Economics Perspective (SNS Occasional Paper No. 48). Sweden. s. 57.

<sup>7</sup>BHAGAT, Sanjai - BRICKLEY, James A. (1984). Cumulative Voting: The Value of Minority Shareholder Voting Rights. The Journal of Law and Economics. s. 339-365.

muuttumattomana, tulisi yhtiöjärjestysmuutosta vastustavalle osakkaalle antaa lunastus osakkeestaan ennen muutosesityksen julkistamista vallinneeseen kurssitasoon. Vähemmistöosakkaalla olisi toimintavelvollisuus: hänen pitäisi vastustaa yhtiöjärjestysmuutosta ja samassa yhteydessä tehdä lunastusvaatimus.

Lunastuksen maksaisi yhtiö voitonjakokelpoisilla varoillaan. Jos ne eivät riittäisi lunastukseen kaikilta muutosta vastustaneilta osakkailta, yhtiökokous voisi päättää luopua muutoksesta. Vaihtoehtoisesti päätöstä kannattavat osakkaat voisivat sitoutua lunastamaan itselleen vastustajien osakkeet esimerkiksi aikaisemman omistuksensa mukaisessa suhteessa. Tällöin yhtiöjärjestysmuutos voitaisiin tehdä edellyttäen, että sillä olisi edellä mainitun määränemmistön kannatus.

Toisaalta lunastus tai muun rahakorvauksen antaminen ei ole ainoa mahdollisuus osakkaiden suojaamiseen. Vaihtoehtoisena, tai lunastusta täydentävänä, suojamuotona usein esitetään määränemmistövaatimusten kiristämistä yhtiöjärjestysmuutoksille. Esimerkkinä voidaan ajatella, että nostettaisiin Suomen osakeyhtiölain 9:14.1 §:n vaatima kahden kolmasosan määränemmistö yhdeksään kymmenesosaan.

Tämä olisi kuitenkin omiaan jäykistämään mahdollisuuksia yhtiön toiminnan järjestämiseen. Lisäksi kymmenesosaa koko äänimäärästä edustavalla osakkaalla voisi olla houkutus asettaa kannatuksensa edellytykseksi, että hän saa erityisluokituksen, esimerkiksi etuoikeuden solmia yhtiön kanssa itselleen edullisen toimitussopimuksen. Toisin sanoen vähemmistön mahdollisuudet hyötyä enemmistön kustannuksella lisääntyvät sitä enemmän, mitä korkeammalle määränemmistövaatimus yhtiöjärjestysmuutoksille asetetaan. Tähän nähden - ainakin noteeratuissa yhtiöissä - vaikuttaa, että sijoittajien suojaaminen yhtiöjärjestysmuutoksissa tulisi järjestää ennemminkin mahdollisuudella saada rahakorvaus kuin määränemmistövaatimuksia korottamalla.

## 2.5 Lunastustarjousvelvollisuus sulautumisessa

Ehdotusta yhtiöjärjestyksen muutokseen perustuvasta velvollisuudesta lunastustarjouksen tekemiseen yhtiöjärjestyksen muutosta vastustavalle osakkaalle voidaan perustella vertauksella sulautumistilanteeseen. Kummassakin tavoitteena on säilyttää osakkeenomistajan varallisuusasema ennallaan.

Osakeyhtiölain 14:12.1 §:n nojalla sulautumista vastaan äänestäneellä sulautuvan yhtiön osakkaalla on oikeus saada yhtiöltä lunastus osakkeistaan käyvän hinnan mukaisesti. Sulautumista yleensä perustellaan erilaisilla tehokkuuseduilla. Tämän nojalla voitaisiin esittää, ettei sulautumiseen ole tarpeen liittää lunastusmahdollisuutta sulautumista vastustavan osakkaan suojaksi.

Osakkaan osuus yhtiössä ja sen varallisuudesta saattaa kuitenkin pienentyä sulautumispäätöksen myötä. Sulautumisehdot voidaan nimittäin muotoilla siten, että sulautuvan yhtiön osakkaat saavat pienemmän vastikkeen kuin sulautuvan yhtiön arvon osuus on sulautumisessa syntyvästä uudesta kokonaisuudesta. Sulautumisen toisena osapuolena olevan yhtiön osakkaiden osuus on vastaavasti suhteellisesti suurempi kuin tämän yhtiön arvo uudesta kokonaisuudesta. Voidaan sanoa, että he hyötyvät sulautumisesta ensiksi mainitun yhtiön osakkaiden kustannuksella. Taloudellisessa mielessä kyse on varallisuuden siirrosta kahden eri yhtiön osakasryhmien välillä.

*Esimerkki:* Sulautuvien pörssiyritysten A ja B, joiden osakkeiden nimellisarvot ovat

yhtä suuret ja kummallakin yhtiöllä on vain yksi osakelaji, markkina-arvot ovat 50 ja 100 miljoonaa markkaa ennen yhtiöiden sulautumista koskevan esityksen julkistamista arvopaperimarkkinoille. Jos esityksessä B:n osakkeenomistajat saavat arvoltaan kaksinkertaisen vastikkeen — osakkeita tai rahaa — verrattuna A:hen, näiden yhtiöiden osakkaiden varallisuusasemat säilyvät keskinäisessä suhteessa ennallaan. Mutta jos vastikkeiden suhde poikkeaa sulautumisen julkistamista edeltäneiden markkina-arvojen (so. pörssikurssien) suhteesta, on kyse tosiasiallisesta varallisuudensiirrosta eri yhtiöiden osakaskuntien välillä.

Varallisuuden tosiasialliseen siirtoon sulautumisehtojen kautta toisen yhtiön osakkaille ei liity sellaisia tehokkuusetuja, joiden nojalla siirtoa voitaisiin pitää perusteltuna. Sulautuminen voidaan tältä osin rinnastaa varojen jakamiseen yhtiöstä osinkoina tai muutoin. Näin onkin tehty osakeyhtiölain 12:1.1 §:n 4 kohdassa.

Ehtojen epäedullisuus, joka voidaan todentaa vertaamalla sulautumissuunnitelman julkistamista edeltänyttä markkinahintojen suhdetta sulautumisvastikkeiden suhteeseen, on tosiasia, joka ei riipu tulevaisuuden epävarmuudesta. Kyse ei ole riskistä, jonka sijoittaja on valmis kantamaan suuremman tuoton toivoissa. Tämän vuoksi sulautumiseen perustuvan lunastusvelvollisuuden tarpeellisuutta ei voida kyseenalaistaa tehokkuuteen liittyvin näkökohdin.

Sulautumiseen perustuvan lunastuksen tarpeellisuus julkisen kaupankäynnin kohteena olevan osakkeen omistajan suojakeinona on edellä johdettu sulautumista edeltävistä markkinahinnoista. Jos sulautumisvastike on pienempi kuin sulautumista edeltävä kurssitaso, merkitsee se varallisuuden siirtoa asianomaisen osakkeen omistajalta. Koska vähemmistöosakas ei voi muuten suojautua tällaiselta mahdollisuudelta, lunastusvelvollisuudelle on selkeä taloudellinen peruste: ilman säännöstä sijoittajat ottaisivat sanotun riskin huomioon osakkeiden hinnoittelussa, mikä merkitsee, että niiden markkina-arvot olisivat vastaavasti alemmat.

Periaatteessa yhtiö voisi ottaa yhtiöjärjestykseensä määräyksen sulautumiseen perustuvasta lunastuksesta, jollei laissa olisi sanottua säännöstä. Määräyksen taatessa vähemmistöosakkaille varallisuutensa arvon säilymisen mahdollisessa sulautumisessa on heidän arvionsa asianomaisen yhtiön osakkeen arvosta suurempi kuin ilman määräystä ja sijoittajat olisivat valmiita merkitsemään osakkeita listautumis- ja muissa osakeanneissa korkeampaan hintaan kuin sellaisessa yhtiössä, jolla tätä määräystä ei olisi. Siten määräys olisi ainakin tältä osin mahdollisen enemmistöosakaankin edun mukainen. Mutta jollei määräystä otettaisi yhtiöjärjestykseen siten, että sen muuttaminen edellyttäisi kaikkien osakkaiden suostumusta, sen uskottavuus ulkopuolisiin sijoittajiin nähden olisi vähäisempi kuin lain pakottavan säännöksen.

## 2.6 Merkintäetuoikeus osakeannissa

Myös "vanhan" osakkaan merkintäetuoikeuden tavoitteena on turvata osakkeenomistajan varallisuusasema. Osakeyhtiölain 4:2 §:n nojalla kullakin nykyisellä osakkeenomistajalla on etuoikeus uusien osakkeiden merkitsemiseen aikaisemman omistuksensa mukaisessa suhteessa. Merkitsemällä osuutensa mukaisen määrän hän voi säilyttää osuutensa yhtiössä ja samalla kaikkien osakkeiden äänistä ennallaan. Näin on, vaikka laskettaisiin liikkeeseen uusi osakelaji, jonka äänimäärä eroaa nykyisistä osakkeista. Jos nykyinen osakas taas arvioi, että uusien osakkeiden merkinnän kustannus on suurempi kuin hyöty osuuden säilyttämisestä

ennallaan, hän voi myydä merkintäoikeutensa arvopaperimarkkinoilla käypään hintaan. Tämän "hintasuojan" avulla merkintäoikeuden myyjä voi pysyttää taloudellisen etunsa ennallaan.

Merkintäetuoikeuden pakottavuutta on toisaalta arvosteltu. Esimerkiksi yhdysvaltalainen Jonathan Macey'n mukaan etuoikeus vaikeuttaa lisärahoituksen hankkimista kriisitilanteissa sijoittajien opportunistismin takia:<sup>8</sup>

" - [a] source of difficulty with preemptive rights is that they enable shareholders to engage in strategic behavior. For example, sometimes holders of common stock have claimed that their preemptive rights entitle them to buy preferred stock when such stock is issued. But potential outside purchasers of preferred stock may only be willing to buy such stock if their purchases give them a controlling interest in the issuing firm. This is particularly true when there has been dissension and deadlock among controlling shareholders or corporate boards prior to the attempted sale. For these reasons, existing shareholders have been able to use their preemptive rights to extract side payments from firms in financial distress who are trying to issue preferred stock in order to obtain needed capital."

Macey'n argumentti ei kuitenkaan ole onnistunut. Osakkeenomistajat voivat nimittäin luopua merkintäetuoikeudestaan lisärahoituksen saamiseksi niin Suomessa kuin Yhdysvalloissa. On myös epätodennäköistä, että osakkeenomistajat toimisivat Macey'n kuvaamassa kriisitilanteessa korostuneen opportunistisesti, sillä heidän kaikkien tilanne on yhdenmukainen: he menettävät sijoituksensa, jollei lisärahoitusta saada. Ulkopuolisen rahoituksen hankkiminen on siten heidän yhteinen etunsa. Olennaista on, että päätöksen siitä, milloin ulkopuolisen rahoituksen hankkiminen edellyttää merkintäetuoikeudesta luopumista, tekevät osakkeenomistajat itse.

Se, että osakkaat arvostavat merkintäetuoikeuttaan ilmenee hyvin Sanjai Bhagatin tutkimuksesta vuodelta 1983.<sup>9</sup> Yhdysvalloissa useiden osavaltioiden lait sallivat merkintäetuoikeuden poistamisen yhtiöjärjestysmääräyksellä. Bhagat tutki tilastollisesti tällaista muutosta koskevan julkistamisen vaikutusta asianomaisten yhtiöiden pörssikurssiin. Tuloksena oli, että yhtiöjärjestysmuutoksen vaikutus oli negatiivinen eli merkintäetuoikeuden poistaminen alensi pörssikurssia.

Päätös merkintäetuoikeudesta luopumisesta yksittäistapauksessa eli suunnatusta osakeantista on osakkaiden. Heillä on lisäksi käyvän arvon suoja suunnattujen antien varalta: lähtökohtaisesti osakkeita ei voida antaa muiden kuin nykyisten osakkaiden merkittäväksi muuhun kuin käypään hintaan. Jos anti toteutetaan alle käyvän hinnan, ei yleensä ole olemassa osakeyhtiölain 4:2.2 §:ssä ja 4:2a.3 §:ssä suuntaamisen edellytykseksi asetettua "painavaa taloudellista syytä".

---

<sup>8</sup>MACEY, Jonathan R. (1993). Corporate Law and Corporate Governance in Sweden: A Law and Corporate Law and Corporate Governance in Sweden: A Law and Economics Perspective (SNS Occasional Paper No. 48). Sweden. s. 112.

<sup>9</sup>BHAGAT, Sanjai (1983). The Effect of Pre-Emptive Right Amendments on Shareholder Wealth. The Journal of Financial Economics, s. 289-310.



Jos suunnatun osakkeen merkitsijän maksama hinta on käypä, ei vanhan osakkeenomistajan osuus muutu. Tällöin lopputulos on periaatteessa sama kuin jos nykyinen osakkeenomistaja olisi myynyt merkintäoikeutensa. Arvopaperimarkkinoilla käypä hinta tarkoittanee ainakin vallitsevan kurssitason mukaista vastiketta. Noteerattoman yhtiön osalta on nojaututtava osakkeen arvonmääritysmenetelmiin, kuten tuotto- ja substanssiarvon laskentaan.

### 3. TAHDONVALTAISUUS JA VELKARAOITTAJAN SUOJA

Epäsymmetriseen tietoon perustuvaa taloudellista analyysiä voidaan soveltaa vähemmistö-osakkaan aseman tarkastelun ohella myös lainanantajan ja muun vieraan pääoman ehtoisen rahoittajan suojantarpeen arviointiin.

Oikeudellinen lähtökohta on, että vieraan pääoman sijoittajaa suojataan osakeyhtiön vähimmäispääomaa ja varojenjakoja koskevin rajoituksin. Periaatteessa kaikki tällaiset rajoitukset voitaisiin kirjata vieraan pääoman ehtoihin. Tämä käy ilmi yhdysvaltalaisesta joukkolainakäytännöstä. Vaikka sikäläisten osavaltioiden lainsäädännössä on rajoitettu varojenjakoja samaan tapaan kuin esimerkiksi Suomessa, niin määräysten ottamisella myös velkakirjan ehtoihin voidaan saattaa varojenjako rajoituksen rikkominen myös lainan irtisanomisperusteeksi.

Luonnollinen kysymys onkin, mikä on pakottavien velkojainsuojasäännösten merkitys oikeuden taloudellisen analyysin näkökulmasta, jos rajoituksista voidaan määrätä lainaehdoissa yhtä kattavasti kuin mitä laissa säädetään. Clas Bergström ja Per Samuelsson tiivistävät tämän kysymyksen: "Om det ligger i aktieägarnas intresse att bolagets kreditorer erbjuds denna säkerhet, varför behöver den då införas i aktiebolagslagen?"<sup>10</sup> Bergström ja Samuelsson vastaavat kielteisesti: jos osakeyhtiölaissa ei olisi velkojainsuojasäännöksiä, lainaehtoihin otettavat varojenjako rajoitukset ja muut velkojainsuojamääräykset olisivat yhtä riittäviä.

Bergströmin ja Samuelssonin vastaus on kuitenkin liian pelkistetty oikeuden taloudellisen analyysin näkökulmasta. Lakiin otetuilla velkojainsuojasäännöksillä on merkitystä niin osakkeille kuin velkojille. Taloustieteessä painotetaan, että mitä uskottavimmat takeet yrittäjä (so. osakaskunta) voi asettaa sopimuksen mukaisesta toiminnastaan, sitä alemman lainakoron tai muuten paremmat lainaehdot hän voi saada hakemalleen luotolle. Lainsäätäjä voi auttaa yrittäjää lainanantajien edellyttämien takeiden antamisessa ja samalla mahdollistaa tälle luoton saamisen edullisemmin ehdoin kuin muuten. Julkisella vallalla on tähän kansantaloudellinen intressi, sillä rahoituskustannusten alentaminen on omiaan lisäämään investointitoimintaa asianomaisessa yhteiskunnassa.

On huomattava, että velkojainsuojan loukkaamismahdollisuudesta kantavat kustannukset lainanottajayhtiöt eikä luotonantaja. Koska lainanantaja voi ottaa mahdollisuuden rajoituksen loukkaamisesta huomioon ennen lainan myöntämistä, hän perii tätä mahdollisuutta vastaavan korvauksen korkeampana korkona, joten hän saa korvauksen riskistään. Lisäksi luototuksensa useaan eri yhtiöön hajauttaneelle lainanantajalle - joka on näin riskineutraali - riittää, että hän on selvillä keskimääräisestä riskistä. Riskin realisoinemisesta yksittäisessä yhtiössä aiheutuvan kustannuksen kattaa "ylimääräinen" tuotto muista sijoituskohteista. Toisaalta on selvää, ettei luotonantaja hyötyisi siitä mahdollisuudesta, että yrittäjä voisi loukata rajoitusta. Tämä mahdollisuus ei periaatteessa

<sup>10</sup>BERGSTRÖM, Clas - SAMUELSSON, Per (1997). *Aktiebolagets grundproblem*. Angered. s. 189.

voi lisätä luotonantajan hajautetusta lainasalkusta odotettavissa olevaa tuottoa, sillä toteutuessaan loukkaus olisi "vain" vastikkeeton varallisuuden siirto lainanantajalta osakskunnalle.

### 3.1 Sidotun oman pääoman pysyvyys

Edellä esitetty jättää avoimeksi keskeisen kysymyksen siitä, mitä seikkoja koskevat velkojainsuojasäännökset olisi otettava pakottavina osakeyhtiölakiin. Tältä osin oikeustaloustieteen vastaus on suoraviivainen: ne ovat seikkoja, joihin ei sisälly edes potentiaalisesti mahdollisuutta, että yhtiön kannattavuus lisääntyisi, jos niistä määrättäisiin toisin tahdonvaltaisuuden nojalla.

Tällaiset säännökset kuuluvat yhtiöoikeudellisen velkojainsuojan keskeisimpään osaan: ne koskevat sidotun oman pääoman pysyvyyttä. Yhtiön kannattavuus ei nimittäin voi nousta, vaikka pääoman pysyvyydestä saisi sopia toisin. Kuten edellä on esitetty, "tinkiminen" opportunistisesti pääoman pysyvyydestä sen jälkeen kun luotto on annettu, tarkoittaa tosiasiallisesti varallisuuden siirtoa lainanantajalta velallisyhtiölle. Eri asia on, että lainanantaja voi etukäteen ottaa tämän mahdollisuuden huomioon, mikä merkitsee, että kustannuksen tästä kantavat velallisyhtiöt. Siksi yritysjohdon intressissä on, että suojasäännökset ovat pakottavia.

Sidotun oman pääoman pysyvyyttä koskevien rajoitusten on oltava mahdollisimman kattavia. Toisin sanoen niiden tulee koskea kaikkia voitonjaon muotoja, jotta edellä tarkoitettu tae olisi uskottava lainanantajan kannalta. Kaikki sellaiset menettelyt, joissa jaetaan yhtiön sidottua omaa pääomaa (so. muita kuin voitonjakokelpoisia varoja) velkojia kuulematta, vaarantavat uskotavuuden, kuten myös lainat ja vakuudet lähipiirille. Tällaista ajatuskulkua kuvastaa osakeyhtiölain 12 luku, jonka varojenjakorajoitusten piiriä laajennettiin vuoden 1997 lailla.

### 3.2 Pääoman vähimmäismäärä

Osakkaiden rajoitetun vastuun "kääntöpuoleksi" on osakeyhtiölaissa asetettu vähimmäispääomavaatimus. Lain esitöiden mukaan "- - liiketoiminnan harjoittamista varten [ei] tule saada perustaa yrityksiä, joilla ei ole todellisia varoja, jolleivät yrityksen osakkaat ole sen sitoumuksista henkilökohtaisessa vastuussa."<sup>11</sup> Myös oikeuskirjallisuudessa on esitetty useita perusteita vähimmäispääomavaatimukselle. Tavanomaisin selitys on, että vaatimus vähimmäispääomasta voi suojella sijoittajia, etenkin vieraan pääoman ehtoisia rahoittajia.

Tätä kuitenkin voidaan kritisoida. Lainarahoittaja voi nimittäin ottaa yhtiön oman pääoman ja rahoitusrakenteen huomioon ennen kuin tekee luottopäätöksensä (ex ante). Tieto pääomasta on saatavissa viimeksi julkistetusta tilinpäätöksestä, ja rahoittaja voi edellyttää yhtiöltä uudempiakin tietoja luotonantonsa ehtona. Rahoittaja, esimerkiksi tavarantoimittaja, voi myös hajauttaa riskinsä välttämällä vain yhden tai muutaman yhtiön rahoittamista tavara-luotolla. Lisäksi on yleistä, että pankit ja muut rahoituslaitokset edellyttävät pienen, osakskunnaltaan suppean yhtiön luotoksessa myös osakkaiden takausta. Tämä on sääntönä kaikkialla maailmassa.

Frank Easterbrook ja Daniel Fischel ovat eri mieltä. He esittävät, että tilanteeseen vaikuttaa luotonantajan laatu, ja he pitävät tavarantoimittajaa erityisasemassa: "Someone who sells the firm a chair on thirty days credit is not going to engage in detailed negotiations about risk

<sup>11</sup>Hallituksen esitys 27/1977 vp. Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi. s. 18.

and security."<sup>12</sup> Tämän vuoksi tulisi olla voimassa legaalinen oletama, jonka mukaan tavarantoimittajat voivat olettaa velallisen olevan riittävän omavarainen.

Easterbrookin ja Fischelin argumentti ei kuitenkaan ole onnistunut, sillä voidaan suhteellisen helposti osoittaa, että tämä ratkaisu on tosiasiasa omiaan nostamaan hallinnollisia kustannuksia ilman alhaisemman luottotappiotason saavuttamista. Argumentin ongelmana on se, ettei ole olemassa yleispätevää määritelmää oman pääoman "riittävyydelle". Easterbrook ja Fischel myöntävät, että kysymys on suhteellisesta käsitteestä, joka riippuu yhtiön toimialasta. Tämän vuoksi asian sääntely olisi tarkoituksenmukaisinta toteuttaa todistustaakkasäännöksellä. Maksukyvyttömän velallisyhtiön osakkaiden olisi näytettävä, että yhtiö oli riittävän omavarainen luottoa ottaessaan, jollei se ilmoittanut luottoa pyytäessään toimialalle epätyypillisestä rahoitusrakenteestaan. Käytännössä tällainen sääntely kuitenkin johtaisi siihen, että yhtiöt liittäisivät aina luottopyyntöonsä tavarantoimittajilta viimeisimmän tilinpäätöksensä, jotta osakkaat välttyisivät automaattisesti toissijaisesta vastuustaan. Koska kaikki rationaaliset velallisyhtiöt toimisivat näin, niin jäisi luotonmyöntäjän harkintaan, missä velallisyhtiöissä rahoitusrakenne on sellainen, ettei luottoa tule myöntää.

Toisin ilmaistuna Easterbrookilta ja Fischeliltä jää huomaamatta tavarantoimittajan mahdollisuus perustaa luotottamisensa oletamukseen siitä, että kaikilla yhtiöillä voi olla maksuvaikeuksia. Tätä riskiä vastaavan lisän tulisi siten korottaa myytävän hyödykkeen hintaa. Ottamalla riskin huomioon hinnassa ja jakamalla luoton myöntämisen usealle velallisyhtiölle, velkoja voi hajauttaa yksittäiseen yhtiöön liittyvän luottotappioriskinsä. Se, mikä yksittäisen yhtiön maksukyvyttömyyden takia mahdollisesti menetetään, kompensoituu sillä, minkä luottonsa hoitavat yritykset maksavat "lisänä" keskimääräisestä luottotappioriskistä. Tästä myös ilmenee, että maksukyvyttömyyden hyvän yhtiön omassa intressissä on vakuuttaa tavarantoimittaja tai muu luotonantaja keskimääräistä paremmasta maksukyvyystään eli siitä, että yhtiö on parempi velallinen kuin muut yritykset yleensä. Jos yhtiö onnistuu tässä vakuutuksessa, se voi saada luottoa keskimääräistä paremmin ehdoin. Tähän tavoitteeseen yhtiö voi pyrkiä esimerkiksi antamalla ajan tietoja taloudellisesta asemastaan. On kuitenkin viime kädessä luotonantajan harkinnassa, minkä merkityksen se antaa tällaisille tai muille maksukykyä koskeville "takuille".

Joissakin kaupan keskusliikkeissä on käytäntönä, että keskusliike hoitaa sen omistavien yrittäjien kirjanpidot. Näin keskusliike saa ajantasaisen tiedon kunkin omistajayrittäjän taloudellisesta asemasta. Keskusliike voi ottaa tämän huomioon luottoriskiä arvioidessaan. Koska tieto on luotettava, keskusliike pystyy myöntämään tavaraluottoa omistajayrittäjille vähäisemmällä riskillisellä kuin muuten. Tämä järjestely on siten omistajayrittäjien yhteisen edun mukaista.

Edellä implisiittisenä taustaoletuksena on ollut se, että yhtiö on ajautunut maksuvaikeuksiin "vain" kannattamattomuutensa takia, johtuipa se kilpailusta tai yleistoloudellisista olosuhteista. Näin ei kuitenkaan välttämättä aina ole. Kun yhtiö on saanut lainarahoituksen käyttöönsä, sillä on osakkeenomistajien rajoitettuun vastuuseen perustuva intressi ryhtyä riskillisempään toimintaan eli taloustieteen termein harrastamaan "moraalista uhkapeliä". Tämä tarkoittaa, että yhtiö suuntautuu riskillisempään toimintaan - esimerkiksi uudelle toimialalle tehtävin yritysostoin - kuin mitä rahoittajat olettivat lainarahoitusta myöntäessään. Jos hanke onnistuu, yhtiö saa pitää "ylimääräisen" voiton kokonaan, koska se ei vaikuta lainakorkoon, mutta jos hanke epäonnistuu ja vie yhtiön konkurssiin, osakkaat menettävät vain sijoittamansa pääoman samalla kun lainantajat kärsivät lainatappion. Mahdollisuus tällaiseen menet-

---

<sup>12</sup>EASTERBROOK, Frank - FISCHEL, Daniel A. (1991). *The Economic Structure of Corporate Law*. USA. s. 59.

telyyn perustuu siihen, etteivät lainanantajat yleensä voi jatkuvasti seurata yritystä. Tämän mahdollisuuden vuoksi on joskus katsottu, että yritysjohton tulisi ottaa toimintapäätöksiä tehdessään huomioon vieraan pääoman sijoittajien edut siinä missä osakkeenomistajienkin. Tämä ei kuitenkaan ole sinänsä tarpeellista. Lainaehtoihin voidaan nimittäin ottaa yhtiön toimintaa koskevia rajoituksia, niin sanottuja kovenantteja, joilla voidaan kieltää esimerkiksi uusille toimialoille tehtävät investoinnit - jos kieltöä rikotaan, laina erääntyy välittömästi.

Käytännössä kovenantteja ei ole kaikissa niissä lainoissa, jotka myönnetään osakeyhtiöille. Tämä tarkoittaa kuitenkin vain sitä, ettei asianomainen lainanantaja ole riskinkarttaja. Hän on voinut hajauttaa riskinsä myöntämällä lainoja useille yrityksille, jolloin mahdollisen tappion kompensoivat toisten lainojen tuotot, joihin sisältyy riskilisiä mahdollisesta maksukyvyttömyydestä.

## 4. YRITYSJOHDON TOIMINTA JA TAHDONVALTAISUUS

### 4.1 Oman edun tavoittelun (epälojaalisuuden) kieltö

Yritysjohtolta edellytetään yleensä sekä (i) lojaliteettia osakkaiden etua kohtaan että (ii) huolellisuutta liiketoimintapäätöksissään. Taloudellisen analyysin näkökulmasta yritysjohton välitön oman edun tavoittelu on eri asia kuin mahdollinen tehottomuus. Tehottomuudesta yhtiön vastaisen tuloksen kerryttämisessä tai muun tavoitteen saavuttamisessa voidaan erottaa varsinainen epälojaalisuus, joka tarkoittaa pyrkimystä hyötyä välittömästi yhtiön kustannuksella. Tämä voi olla niin johdon hallittavaksi uskotun omaisuuden (so. yrityksen) kuin tästä omaisuudesta kertyvien tuottojen käyttämistä johdon omiin tarkoituksiin.

Yritysjohton epälojaalin toiminnan mahdollisuuteen on varauduttu muun muassa esteellisyyssäännöksiin osakeyhtiölain 8:10 §:ssä. Niillä pyritään estämään sellaisten tilanteiden syntyminen, joissa yritysjohton vilpittömyys yhtiön asioiden hoitamisessa saattaa vaarantua. Hallituksen jäsen tai toimitusjohtaja ei saa osallistua hänen ja yhtiön välistä sopimusta koskevaan käsittelyyn. Vastaava rajoitus koskee yhtiön ja sivullisen sopimusta, jos hallituksen tai hallintoneuvoston jäsenellä taikka toimitusjohtajalla on siitä odotettavissa olennaista etua, joka saattaa olla ristiriidassa yhtiön edun kanssa. Säännös merkitsee kieltöä osallistua aktiivisesti sellaisen asian käsittelyyn, jossa asianosainen on esteellinen. Esteellisyyteen riittää, että intressiristiriita on objektiivisesti mahdollinen. Näyttöä tosiasiallisesta ristiriidasta ei siten edellytetä.

Esteellisyyssäännöksissä on kysymys nimenomaan osakkeenomistajien intressin suojaamisesta. Tämä ilmenee selvästi ns. yhdenyhtiössä, jonka kaikkien osakkeiden omistaja on samalla myös hallituksen ainoa varsinainen jäsen (ja mahdollisesti myös toimitusjohtaja). Näitä säännöksiä ei voida soveltaa yhdenyhtiössä, sillä se tarkoittaisi, ettei yhtiölle edullistakaan liiketoimintaa voitaisi tehdä.

Taloudellisen analyysin näkökulmasta esteellisyys, joka konkretisoituu epälojaaliseksi toiminnaksi, rinnastuu varkauteen, kavallus- tai petosrikokseen, joka on aina tehotonta. Näin on myös osakeyhtiölain esteellisyyssäännöstä yleisemmän, luottamusaseman väärinkäyttöä koskevan normin, rikoslain 36:5 §:n kohdalla.

Esteellisyyssääntely ei kuitenkaan kata epälojaalisuutta kokonaisuudessaan. Laajemmin lojaalisuusvelvollisuus ilmenee osakeyhtiölain 8:14.1 §:n yleislausekkeesta yhtiön johtoon kuuluvan velvollisuudesta olla ryhtymättä sellaiseen oikeustoimeen tai muuhun toimenpiteeseen, joka on omansa tuottamaan osakkeenomistajille tai muulle henkilölle (esimerkiksi

yritysjohtajalle) epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Tulisiko tämä yleislauseke ymmärtää pakottavaksi säännökseksi, kuten oikeuskirjallisuudessa tavanomaisesti tehdään? Tällöin lojaliteettivelvollisuutta ei poistaisi edes osakkaiden informointi intressiristiriidasta.

Kysymyksen arvioinnissa lähtökohtana on, että yritysjohto on palkattu edistämään ensisijaisesti omistajien etua. Tähän pohjautuu omistuksen ja yritysjohtajan eriytyminen. Omistajathan eivät palkkaisi muita henkilöitä johtamaan yritystä, jos he pitäisivät itseänsä kyvykkäimpinä tähän tehtävään. Tämän vuoksi on yritysjohtajan lojaliteetin arvioinnissa merkitykseltään, onko asianomainen yritysjohtaja julkistanut osakkaille tai muulle yritysjohtajalle ne tiedot, joiden perusteella hän on arvioinut itselleen kannattavaksi ryhtyä yhtiön kanssa johonkin liiketoimeen. Hänhän on määritelmällisesti muita "kyvykkäämpi" arvioimaan taloudellisen informaation merkityksen. Yritysjohtaja on ensinnäkin osakkaita paremmassa asemassa arvioimaan asianomaisen liiketoimen merkitystä yhtiölle. Henkilökohtaisesta intressistään johtuen asianomainen johtaja on myös muita yritysjohtajoihin kuuluvia henkilöitä paremmassa asemassa liiketoimen edullisuuden arvioimiseksi, joten muun yritysjohtajien tietämys liiketoimesta ei takaa sen moitteettomuutta yhtiön (so. osakkeenomistajien) näkökulmasta. Vain se, että asianomainen liiketoimi edistää yhtiön etua vähintään siinä määrin kuin yritysjohtajan oma intressiä, on tässä suhteessa riittävä kriteeri.

Edellä on todettu, että esteellisyden rikkominen rinnastuu taloudelliselta luonteeltaan varkauteen, joka on aina tehotonta. Sama koskee myös yritysjohtajan lojaliteettivaatimusta yleisesti. Lojaliteettivelvoitteen poistaminen esimerkiksi nimenomaisella yhtiöjärjestyksellä ei osakkeenomistajien näkökulmasta sisältäisi koskaan mahdollisuutta suurempaan tuottoon kuin mikä on odotettavissa tilanteessa, jossa lojaliteettia edellytetään.

#### 4.2 Huolellisuusvelvoite "kiperänä kysymyksenä"

Osakeyhtiön toimitusjohtajan ja hallituksen jäsenen sekä mahdollisen hallintoneuvoston jäsenen tuottamusvastuu on kirjattu osakeyhtiölain 15:1 §:ään. Yritysjohtajan toimintavapaus on lähtökohtaisesti suuri. Suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa katsotaan yleisesti, että johto saa ryhtyä riskipitoisiin toimiin, jos se on huolellisesti suunnitellut toimensa.

Sijoittaja voi saada suojaa pääomalleen investoimalla sen eri kohteisiin, esimerkiksi useiden yhtiöiden osakkeisiin. Riski ja tuotto-odotus kulkevat käsi kädessä ja sijoitusten hajauttaminen neutraloi mahdollisesti toteutuvien negatiivisten tuottojen vaikutusta tehokkaasti. Siten sijoittajan näkökulmasta yritysjohtajalle on sallittava riittävä riskinotto toiminnan menestyksellisuuden turvaamiseksi. Tällaisen ajatusmallin ääri-ilmentymä on Delawaren yhtiölaki jossa sallitaan yhtiöjärjestykselliset, jotka vapauttavat yritysjohtajan täysin huolellisuusvelvoitteen rikkomiseen perustuvasta vahingonkorvausvastuusta.

Toisaalta on huomattava, että kulloisetkin yritysjohtajan toimintarajoitteet heijastuvat osakkeen pörssikurssissa. Jos arvopaperimarkkinat arvioivat näitä koskevan sääntelyn, lakiin tai yhtiöjärjestykseen perustuvan, olevan sijoittajalle epäedullista, osakkeiden kurssit laskevat tuottovaatimuksen muutoksen mukaisesti. Yhdysvalloissa on tätä testattu empiirisesti edellä mainitun Delawaren yhtiölain säännöksen osalta.<sup>13</sup> Tulosten mukaan sellaisissa yhtiöissä, jotka ottivat yhtiöjärjestykseensä yritysjohtajan huolellisuusvelvoitteen poissulkevan määräyksen, pörssikurssi laski keskimäärin verrattuna muiden yhtiöiden kursseihin. Toisin sanoen osakkeenomistajat pitivät huolellisuusvelvoitetta tärkeänä osana suojaansa. Vaikka

<sup>13</sup>BRADLEY, Michael - SCHIPANI, Cindy (1989). The Relevance of the Duty of Care Standard in Corporate Governance. *Iowa Law Review*. s. 1-74.

sijoittajat voivat periaatteessa suojautua huolellisuusveloitteen poistamiselta hajauttamalla omistuksensa, he eivät kuitenkaan katso, että sen poistamisesta odotettavissa olevat hyödyt ovat pienemmät kuin haitat.

Huolellisuusvelvoite tulee siten olla olemassa. Mutta avoimeksi jää kysymys siitä, kuinka ankara huolellisuusveloitteen tulisi olla, vaikka se olisikin tahdonvaltainen. Tähän kysymykseen ei voitane antaa yleispätevää vastausta, joka olisi riippumaton asianomaisessa yhteiskunnassa vallitsevista oloista. Arvioinnissa on nimittäin otettava huomioon, että yritysjohdon toiminnan tehokkuutta ovat omiaan edistämään erilaiset markkinaperäiset mekanismit, joiden merkitys poikkeaa toisistaan eri kansantalouksissa. Taloustieteellisessä kirjallisuudessa näitä mekanismeja erotetaan useita. Ensinnäkin yhtiön henkilöstön jäsenet kilpailevat keskenään ylennyksistä. Mitä tehottomampana henkilöä pidetään, sitä vähemmän hänellä on vaihtoehtoja työuralla etenemiseen.

Toiseksi asianomaisen yhtiön tuottamien hyödykkeiden kilpailukyky vaikuttaa yritysjohdon toimintaan. Jos yrityksen tuloskehitys on huonompi kuin sen kilpailijoilla, on se omiaan johtamaan yhtiön osakkaiden toimenpiteisiin, mahdollisesti yhtiön johdon vaihtamiseen. Siten yritysjohdolla on kannustin pyrkiä toimimaan tehokkaasti.

Kolmas mekanismi, jota pidetään keskeisenä, on yritysvaltausuhka. Kun osakkeen pörssi-kurssi laskee asianomaisen yhtiön kilpailijoihin verrattuna, voi jokin sijoittajataho pyrkiä julkisen ostotarjouksen avulla hankkimaan määräysvallan yhtiössä ja vaihtamaan nykyisen yritysjohdon tehokkaampaan.

Yritysvaltaukset ovat yleisiä Yhdysvalloissa ja Englannissa, mutta eivät juuri muualla. Esimerkiksi japanilaisia sekä saksalaisia ja muita mannereurooppalaisia yhtiöitä pidetään pankkikeskeisinä, koska kullakin yhtiöllä on tavanomaisesti pitkäaikainen suhde yhteen tai useampaan rahoituslaitokseen. Niin ikään näihin valtioihin rekisteröidyissä yhtiöissä on tyypillistä, että määräysvalta on jonkin sijoittajatahon käsissä. Näin on myös Suomessa. Sitä vastoin anglosaksisessa pörssiyhtiössä omistus on yleensä hajaantunut laajalle sijoittajakunnalle. Kellään ei ole ehdotonta määräysvaltaa tuottavaa ääniosuutta, joten yhtiö on mahdollinen kohde yritysvaltaukselle.

Taloustieteessä keskustellaan vilkkaasti yhtäältä Euroopassa ja Japanissa vallitsevan pankkikeskeisen ja toisaalta angloamerikkalaisen, yritysvaltaukseen perustuvan, järjestelmän kilpailukykyvyydestä. Tämä keskustelu voidaan pelkistää kysymykseksi siitä, kumpi on parempi järjestelmä. Käsitukset asiasta vaihtelevat. Empiirisissä tutkimuksissa on kuitenkin havaittu, että niin pankkikeskeisissä kuin valtaukseen perustuvissa järjestelmissä tehottomasti toimiva yritysjohto vaihdetaan toiseen. Esimerkiksi Japania, Saksaa ja Yhdysvaltoja koskevan vertailevan tutkimuksen johtopäätöksenä on, ettei ole tilastollisesti merkittävää eroa siinä, miten keskimääräistä huonompaan pörssikurssin ja tuottojen kehitykseen reagoidaan näissä maissa.

## 5. YHTEENVETO

Osakeyhtiölain perimmäinen tarkoitus on edesauttaa yritystoiminnan rahoittamista. Tätä silmällä pitäen oikeustaloustieteessä vallitsevana käsityksenä on, että yhtiösäädännön tulisi olla ensisijaisesti tahdonvaltaista. Olosuhteet vaihtelevat yhtiöittäin, joten lainsäätäjä ei voi olla osapuolia parempi määrittämään heidän välisen sopimuksen tai muun suhteen ehtoja. Lisäksi tahdonvaltainen sääntely mahdollistaa myös tehokkaiden ratkaisujen kehittymisen ajan myötä; pakottava lainsäädäntö ei tätä salli, ellei ajatella, että lainsäätäjä on osapuolia

kyvykkäämpi kehityksen huomioon ottamiseen.

Oikeustaloustieteen argumentti tahdonvaltaisuuden puolesta johtaa kysymykseen siitä, miksi yhtiöoikeudessa ylipäänsä tarvitaan lakiin kirjoitettuja tahdonvaltaisia säännöksiä. Eikö voitaisi jättää yhtiöoikeudellisten suhteiden sääntely täysin osapuolten harkintaan? Oikeustaloustiede perustaa vastauksensa niin sanottuihin transaktiokustannuksiin. Optimaalinen säännös on se, jonka osapuolet valitsisivat välittömästi, jos neuvottelu- ja muita transaktiokustannuksia ei olisi lainkaan. Mutta koska nämä kustannukset rasittavat käytännössä aina sopimusten tekemistä ja koska säännöksen muotoilu vaikuttaa siitä poikkeamisen kustannuksiin, tehokkain tahdonvaltainen säännös on se, joka minimoi sopimuksen teon kokonaiskustannukset.

Oikeustaloustieteessä painotetaan ihmisten varovaisuuden rationaalisuutta. Se, joka harkitsee osallistumista yhtiöön osakkaana tai lainanantajana, epäilee, että yritysjohto tai enemmistöosakas voi määräysvaltansa turvin pyrkiä hyötymään vähemmistöosakkaiden kustannuksella. Mutta hän tietää tämän etukäteen (ex ante) ennen sijoituksensa tekemistä: siksi sijoittaja voi ottaa riskin huomioon siinä hinnassa, jonka hän on valmis maksamaan yhtiön osakkeesta. Mitä huonompi on vähemmistöosakkaan tai lainanantajan suoja, sitä korkeampi on hänen tuottovaatimuksensa. Jotta yhtiö saisi mahdollisimman korkean hinnan niistä osakkeista, joita se tarjoaa ulkopuolisten sijoittajien (potentiaalisten vähemmistöosakkaiden) merkittäviksi, yritysjohto ja/tai enemmistöosakkaan omassa intressissä on pyrkiä järjestämään sijoittajille "takeet" siitä, ettei hän pyri hyötymään heidän kustannuksellaan. Vastaavanlaisia takeita edellyttää myös lainanantajana. Tätä tavoitetta voi lain pakottavuus palvella. Pakottavia säännöksillä voidaan eliminoida uhka tilanteista, jotka rinnastuvat taloudellisessa mielessä varkauteen eli vastikkeettoman omaisuuden siirtoon. Näitä voidaan luonnehtia yleisesti "varma tappio" -tilanteiksi, joissa tahdonvaltaisella lainsäädännöllä ei olisi koskaan saavutettavissa etua sijoittajille.

Veijo Riistama

## OSAKEYHTIÖN JAKOKELPOISESTA VOITOSTA<sup>14</sup>

### 1. TASEEN MUKAISEN OMAN PÄÄOMAN MÄÄRÄ

Taseen mukainen oman pääoman määrä on yksinkertainen vähennyslaskun tulos:

#### **Omaisuus**

vähennettynä  
**vieraalla pääomalla,  
 tilinpäätössiirtojen kertymällä ja  
 pakollisilla varauksilla**  
 antaa erotukseksi  
**oman pääoman.**

Asetelma ei kuitenkaan ole aivan näin yksinkertainen. Tilinpäätössiirtojen kertymään sisältyvä vapaaehtoinen varaus ei tosiasiallisesti (kirjanpitovelvollisen rahaprosessin kannalta) vähennä oman pääoman määrää, koska se on kirjanpitovelvollisen oman tahdon mukainen (tilikauden tuloksesta kirjanpitovelvollisen tulevan menon kattamiseen pidättämä, siis oman pääoman) erä. Jos vapaaehtoista varausta ei olisi tehty, vastaava määrä olisi kirjautunut tilikauden tulokseen ja siten omaan pääomaan. Osingonjaon kannalta vapaaehtoinen varaus kuitenkin vähentää jakokelpoista vapaata omaa pääomaa, kun yhtiökokous tilinpäätöksen vahvistamisen yhteydessä vahvistaa myös varauksen tekemisen.

Taseen omaisuus eli varat merkitään taseeseen kirjanpitolainsäädännön ja yhteisölakien tilinpäätöstä koskevien säännösten mukaan. Ongelmana on kuitenkin, että nämä säännökset eivät ole sillä tavoin yksiselitteisiä, etteivät ne tarjoaisi kirjanpitovelvolliselle jopa olennaista harkinnanvaraa yksittäisten tuotto- ja kuluerien sekä omaisuus- ja velkaerien merkitsemisessä tilinpäätökseen. Esimerkkinä voi mainita tulevaisuudessa mahdollisesti lankeavan sitoumuksen merkitsemisen: Se voidaan merkitä kirjanpitolain säännösten mukaan kuluksi, pakolliseksi varaukseksi tai liitetietoihin. Merkinnän perusteena olevan sitoumuksen realisoitumisen todennäköisyysasteen määrittäminen on ensisijaisesti kirjanpitovelvollisen omassa harkinnassa. Vain harvoin se on määritettävissä täysin objektiivisellä luotettavuudella.

Merkintätavan valinta vaikuttaa kuitenkin nykysäännösten perusteella osingonjakokelpoisen vapaan oman pääoman määrään. Vain taseeseen merkityt omaisuus- ja velkaerät vaikuttavat osingonjakokelpoisen vapaan oman pääoman määrään. Sitä vastoin osakeyhtiölain 12 luvun 2 §:n säännöksiin sen paremmin kuin koko mainittuun lukuunkaan ei sisälly mitään mainintaa taseen liitetietona ilmoitettujen vastuiden huomioonottamisesta

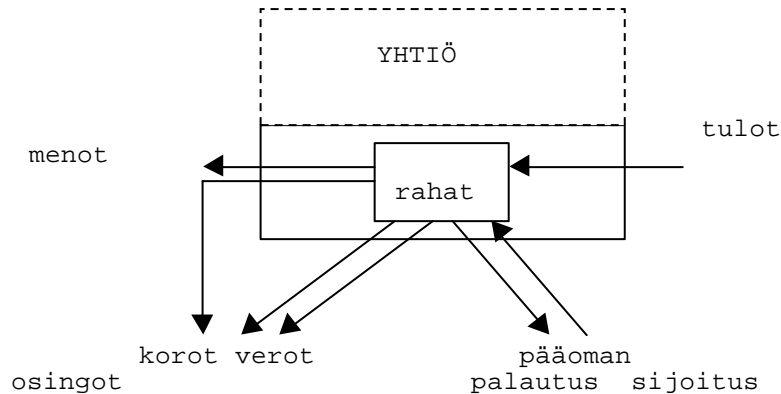
---

<sup>14</sup> KTT, professori Veijo Riistama, Helsingin kauppakorkeakoulu. Tämä muistio on jatkoa kirjoittajan laatimalle aikaisemmalle muistiolle tammikuulta 2000 ”Osakeyhtiölain osingonjakoa ja oman pääoman kirjanpidollista käsittelyä koskevien säännösten yksinkertaistaminen ja selkiyttäminen”



osingonjakokelpoista vapaata omaa pääomaa määritettäessä.

## 2. PÄÄOMA JA VOITTO



Kun kirjanpito määritellään osakeyhtiön rahaprosessin kuvaukseksi, voidaan kirjanpitoon kirjattavat liiketapahtumat kuvata yksinkertaisesti jo perinteiseksi muodostuneella kaaviokuvalla, josta edellä on esitetty nimenomaan rahaprosessi: Pääomamarkkinoilta saadaan pääomaa oman tai vieraan pääoman taikka niiden yhdistelmän ehdoilla. Sinne myös palautetaan pääomaa, ensisijaisesti lainojen takaisinmaksuna mutta tarvittaessa myös oman pääoman palautuksena. Pääomalle maksetaan korvausta, omalle pääomalle osinkoina, vieraalle pääomalle korkoina. Veronsaajalle maksetaan tulojen ja menojen positiivisen erotuksen perusteella veroa. Osinkojen, korkojen ja verojen maksamisen edellytyksenä on voiton syntyminen, jos kohta institutionaaliset säännökset velvoittavat maksamaan korkoa, vaikka voittoa ei olisikaan syntynyt.

Lähtökohtaisesti voidaan siis sanoa, että

- pääomana sijoitettu raha maksetaan takaisin (palautetaan) pääomana. Milloin kysymys on omasta pääomasta, joka on sijoitettu osakepääomana tai osakkeiden nimellisarvon ylittävänä emissiona, on sen palauttaminen perustellusti säädeltävä tarkoin nykyisten säännösten tapaan. Sama koskee osakepääomaan rinnastettavaa pääomalainaksi kutsuttua ja omaan pääomaan omaksi eräkseen merkittävää pääomasijoitusta. Tämä on johdonmukaista osakeyhtiön osakepääoman määrään rajatun vastuun vuoksi. Voimassa oleva osakeyhtiölaki ei kuitenkaan kiellä yhtiöön tapahtuvaa sijoittamista muilla oman pääoman ehdoilla kuin osakepääomana tai pääomailainana. Sellainen sijoitus tulisi merkitä vapaaseen omaan pääomaan, josta sen täytyisi olla palautettavissa, jos vapaata omaa pääomaa on vähintään tuon sijoituksen verran eikä palauttaminen heikennä tai vaaranna yhtiön kannattavuuden tai rahoituksen edellytyksiä.
- voittona kertynyt raha on jaettavissa vapaasti lukuun ottamatta sitä, että säännökset edellyttävät korkojen ja verojen maksamista ennen osingonjakoa (residuaaliperiaate). Osingonjako ei kuitenkaan saa ylittää vapaan oman pääoman määrää, minkä lisäksi voidaan asettaa jäljempänä selostetulla tavalla vaatimus, että osingonjako ei saa muutenkaan heikentää tai vaarantaa yhtiön kannattavuuden tai rahoituksen edellytyksiä.

### 3. TASEEN SISÄLLÖLLINEN MUUTOS

Taseen sisältö on muuttumassa reaali maailmassa tapahtuvien muutosten vuoksi. Tämä johtuu siitä, että tuotantotoiminnassa tiedolla ja taidolla sekä niiden yhdistelmällä taitotiedolla on yhä suurempi merkitys tulonmuodostuksessa. Tästä on taseen kannalta kaksi merkittävää seurausta:

- 1) Yhä suurempi osa osakeyhtiön tulonmuodostukseen vaikuttavista tekijöistä ei sisälly taseen vastaaviin. Sinne ei merkitä organisaation, henkilökunnan taitotiedon, asiakas- tai hankkijayhteyksien, toimituskanavien tai aina edes tuotemerkin vaikutusta vastaiseen tulonmuodostukseen, joitakin yleisimpiä tekijöitä mainitaksemme. Näin ollen taseen vastaavista puuttuu yhä olennaisimpia tulonmuodostukseen ja siten osakeyhtiön arvoon vaikuttavia tekijöitä.<sup>15</sup> Samalla ne puuttuvat myös oman pääoman katteesta.
- 2) Taseen vastaaviin aktivoidaan kasvavassa määrin aineettomien hyödykkeiden hankintamenoja, kuten tuotekehityksen, markkinointipanostusten tai liikearvon hankintamenoja. Näiden menojen vaikutuksen määrittäminen osakeyhtiön vastaiseen tulonmuodostukseen on koettu vaikeammaksi kuin perinteisten aineellisten tuotannontekijöiden kuten rakennusten ja koneiden.<sup>16</sup> Ts. mainittujen menojen jakaminen kuluiksi tuloslaskelmaan ja aktiivoiksi taseeseen ei saa kovinkaan paljon tukea perinteisistä menettelyistä. Niinpä monien aineettomien tuotannontekijöiden hankintamenon poistoajan enimmäismäärää on rajoitettu lainsäädännöllä.<sup>17</sup>

Jopa perinteiseen ja suhteellisen muuttumattomaan valmistustekniikkaan toimintansa perustavat yritykset, esimerkiksi luonnonraaka-aineiden jalostajat kuten kiviteollisuus ja nahkateollisuus, joutuvat panostamaan aikaisempaa enemmän tuotemuotoiluun, jakelukanavien kehittämiseen, markkinointiin jne. Nämä panostukset tapahtuvat lähes yksinomaan ja joka tapauksessa pääosin aineettomiin tuotannontekijöihin.

### 4. OSINGONJAKOEHDOTUKSEN ARVOTTAMINEN

Edellä esitetty merkitsee, että erityisesti ansaintataloudellinen toiminta perustuu aikasempaan verrattuna jatkuvaan muutokseen, jossa aineettomilla tuotannontekijöillä kuten taitotiedolla on olennainen merkitys. Sen vuoksi on perusteltua tarkastella osakeyhtiön hallituksen osingonjakoehdotusta yhtiön toiminnan jatkuvuuden viitekehikossa voimassa olevan lainsäädännön staattisen ja tasepainotteisen viitekehikon asemesta.

Oma pääoma -työryhmän raportissa ehdotettiin, että voitonjakokelpoisen oman pääoman määrittelyä kehitettäisiin siten, että taseen osoittaman vapaan oman pääoman lisäsäksi olisi otettava huomioon myös muut yhtiön taloudelliseen asemaan ja toiminnan jatkuvuuden turvaamiseen liittyvät seikat.<sup>18</sup> Ehdotettiin myös luopumista osakeyhtiölain 12 luvun 2 §:n 2 momentin mukaisesta jakokelpoisen voiton (jakokelpoisen oman pää-

<sup>15</sup> Ei ole siis ihmeteltävää, että on alettu kokea kasvavaa kiinnostusta esimerkiksi henkilöstö- tai ympäristötalinpäätöksiä kohtaan.

<sup>16</sup> Toisaalta monien koneiden osalta on saatavilla kokemusperäistä tietoa niiden taloudellisesta eliniästä poistoajan perustaksi, toisaalta edelleenkin pääosa ns. suunnitelman mukaisista poistoista on paljolti vain yleisesti hyväksytyjä konventioita.

<sup>17</sup> Esimerkiksi kehittämismenojen ja liikearvon hankintamenojen poisto-aika on kirjanpitolain mukaan rajattu enintään viiteen vuoteen. Pitempi poisto-aika, kuitenkin enintään 20 vuotta, on erityisesti perusteltava. Lisäksi kehittämismenojen aktivointiedellytyksistä on annettu kauppa- ja teollisuusministeriön päätös.

<sup>18</sup> Oma pääoma -työryhmän raportti, Kauppa- ja teollisuusministeriön raporteja 6/1994, s. 51.

oman) automaattisesta ja nimenomaisesta sitomisesta myös konsernitaseen osoittamaan vapaaseen omaan pääomaan.<sup>19</sup> Maksuvalmiuden säilymisen ja toiminnan jatkuvuuden turvaamisnäkökohtien huomioon ottamista ehdotettiin lisäseikkana voitonjakoa rajoittavan OYL 12 luvun 2 §:n 1 momentin rajoitusten ohella. Samalla ehdotettiin, että tilintarkastajan on voitonjakoa koskevassa lausunnossaan otettava huomioon, vaarantaako voitonjako yhtiön toiminnan jatkuvuuden.<sup>20</sup> Ehdotukset eivät kuitenkaan johtaneet säännösten muuttamiseen.

Kirjoittajalta tuolloin raporttiluonnoksesta pyydettyssä lausunnossa esitettiin epäily siitä, että tilintarkastaja saattaa joutua liian pulmallisten tilanteiden eteen, jos hänen tulee ottaa nimenomaista kantaa tilinpäätöksen lisäksi yhtiön tulevaisuuteen. Tämän vuoksi toivottiin sen sijaan riittävän yksiselitteisiä jakokelpoisen voiton määrittelyitä, jotta mainituilta tilanteilta vältyttäisiin.

Toisaalta on otettava huomioon, että tilinpäätös ”ei sinänsä perustu menneeseen kehitykseen”, vaan arvostus- ja jaksotuskysymysten ratkaisut perustuvat menneisyyden ohella myös tulevaisuutta koskeviin odotuksiin.<sup>21</sup> Nämä odotukset eivät vain ole todennettavissa samalla tavoin kuin jo toteutuneet tapahtumat. Siitä huolimatta tilintarkastajakin joutuu ottamaan kantaa näihin odotuksiin. Voidaan silloin kysyä, kuinka paljon lisää velvoitteita tuo tilintarkastajalle se, että hän antaa lausunnon voitonjaon vaikutuksesta rahoituksen riittävyteen ja toiminnan jatkuvuuteen. Tilinpäätös, jonka vahvistamiskelpoisuutta koskevan lausunnon hän antaa jo nyt, laaditaan KPL 3 luvun 3 §:n 1 momentin 1 kohdan mukaan olettaen kirjanpitovelvollisen toiminnan jatkuvan.

Jatkuvuuden olettamuksen ulottuvuutta ei ole määritetty kirjanpitolain perusteluissa tai lain kommentaareissakaan sen tarkemmin, kuin että se tarkoittaa toiminnan jatkumista ”nähtävissä olevassa tulevaisuudessa”. Eräs mahdollisuus on operationalisoida se tarkoittamaan sitä, että toiminnan voidaan todennäköisesti odottaa jatkuvan niin kauan, että myös seuraava tilinpäätös voidaan laatia toiminnan jatkuvuuden olettamukseen nojautuen. Ts. jos vahvistetun tilinpäätöksen perusteella on jaettu osinkoa, niin se sanktioidaan, jos seuraavaa tilinpäätöstä ei voida laatia jatkuvuuden olettamuksella eli jos yhtiö sitä ennen esimerkiksi on mennyt konkurssiin tai joutunut selvitystilaan. Säännöksen sisältö voisi olla se, että mainituissa tapauksissa osakkeenomistajat ovat velvollisia palauttamaan ko. tilikauden aikana nostamansa osingot (vrt. konkurssi- ja takaisinsaantisäännökset).

Tilintarkastajan kannanotto osingonjakoa koskevaan osakeyhtiön hallituksen esitykseen ei olisi itse asiassa ongelmallisempi kuin osakeyhtiölain 2 luvun 4 a §:n mukainen tilintarkastajan kannanotto apportiomaisuuden arvoon, mitä lainkohtaa sovelletaan myös lain avoimesta yhtiöstä ja kommandiittiyhtiöstä 8 luvun 3 §:n mukaiseen tilintarkastajan lausuntoon yhtiölle tulevan netto-omaisuuden arvosta. Kummassakin tapauksessa olisi varmaankin lähellä epäily virheellisestä lausunnosta, jos osakeyhtiö ei kykenisi laatimaan kirjanpitolain mukaista ja siis jatkuvuuden periaatteella laadittavaa aporttia tai yhtiömuodon muutosta ensiksi seuraavaa tilinpäätöstä. Tilintarkastaja ei myöskään joudu ottamaan kantaa apportiomaisuuden tai netto-omaisuuden arvoon muuten kuin lausumalla, että sen arvo on vähintään vastikkeeksi saatujen osakkeiden tasearvo. Samalla tavoin tilintarkastaja osingonjakoehdotukseen kantaa ottaessaan arvioi, jatkuuko yhtiön toiminta

<sup>19</sup> M.t., s. 53.

<sup>20</sup> m.t., s. 58.

<sup>21</sup> Ks. esimerkiksi Tuokko, Yrjö: Vapaa oma pääoma – esitetty, todellinen ja jakokelpoinen, Tilintarkastus-Laskentatoimi 1/2000, s. 712.

vähintään niin kauan, että seuraava tilinpäätös voidaan laatia kirjanpitolain mukaisesti jatkuvuuden periaatteella.

## 5. ERÄIDEN AINEETTOMIEN MENOJEN AKTIVOINTIMAHDOLLISUUS OSAKEYHTIÖLAIN PAKKOSELVITYSTILASÄÄNNÖSTÖN VASTAPAINONA

Osakeyhtiölain pakkoselvitystilasäännösten vastapainona on mahdollisuus aktivoida taseeseen vastaaviin eriä, jotka kuitenkin on otettava huomioon osingonjakokelpoisen vapaan oman pääoman vähennyksenä. Ts. osakepääoman puolikkaan säilymistä arvettaessa saadaan ottaa huomioon esimerkiksi aktivoitujen perustamismenojen menojäännös, mutta se on vähennettävä osingonjakokelpoista vapaata omaa pääomaa määritettäessä.<sup>22</sup> Aktivointimahdollisuuden voi arvella olevan merkittävän asian esimerkiksi aloittelevalle osakeyhtiölle, jolle syntyy pääsääntöisesti kuluiksi kirjattavia menoja paljon ennen kuin yhtiö saa ensimmäiset tulonsa. Aktivoimalla perustamis- ja muita pitkävaikutteisia menoja on osakepääoman puolikkaan säilyttäminen taseessa helpompaa.

Vaihtoehtoisesti voidaan ajatella meneteltävän niin, että pakkoselvitystilasäännöksistä luovutaan, mutta samalla kielletään kokonaan sellaisten menojen aktivointi, joita ei vallitsevan käsityksen mukaan voida pitää osingonjakokelpoisen vapaan oman katteena. Ts. osingonjakokelpoisen oman pääoman määrittäminen tapahtuisi kirjanpitolain ja yhteisölakien kirjanpitoa ja tilinpäätöstä koskevien säännösten mukaisten vastaavien tasearvon perusteella (rahat, saamiset ja aktiivat). Samalla selkiytettäisiin osingonjakokelpoisen vapaan oman pääoman määrittämistä ja esittämistä.

Ei ole pidettävä mahdottomana ajatusta, että osakeyhtiö siis saisi toimia, vaikka sen osakepääoma olisi taseen mukaan kokonaan menetetty. Edellytyksenä kuitenkin olisi, että yhtiön on selviydyttävä maksuistaan ts. se ei saa ajautua pysyvään maksukyvyttömyyteen. Jos oma pääoma olisi tilinpäätöksen mukaan negatiivinen, olisi harkittava sitä, miten velkojat saisivat tiedon tästä.<sup>23</sup> Yhtiöhän voitaisiin velvoittaa laatimaan negatiivisen oman pääoman määrän selvittämiseksi välitilinpäätös samalla tavoin kuin nyt edellytetään osakeyhtiölain 13 luvun 2§:ssä laadittavaksi ns. selvitystilatase.

Poikkeukset taseen vastaaviin merkittävien erien vaikuttamattomuudesta osingonjakokelpoiseen vapaaseen omaan pääomaan.

Edellä on esitetty, että taseen vastaaviin merkittäviä rahojen, saamisten ja aktivoitujen menojen määriä koskevien säännösten tulisi olla niin yksiselitteisiä, että niitä ei tarvitsisi ottaa huomioon osingonjakokelpoista omaa pääomaa määritettäessä. Tästä säännöstä on kuitenkin tehtävä yksi poikkeus ja otettava huomioon toinen poikkeuksellinen taseen vastaaviin sallittu merkintä.

Kun osakeyhtiön taseeseen saadaan merkitä tietyin edellytyksin yhtiön omien osakkeiden hankintameno, niin on johdonmukaista, että tätä aktiivaa ei voida pitää osingonjakokelpoisen vapaan oman pääoman katteena. Ovathan taseen vastaaviin merkityt muut erät mainitun hankintamenon katteena. Merkintä voitaisiin yhtä johdonmukaisesti tehdä oman pääoman vähennykseksi, kuten omia osakkeita yhtiölle lunastettaessa tavallisesti tehdäänkin.

<sup>22</sup> Tämä on myös EY 4. direktiivin mukainen kanta, artikla 34.

<sup>23</sup> Esimerkiksi ilmoitus kaupparekisteriin määräajassa sanktioiden uhalla.

Vaikka kirjanpito voidaan johdonmukaisimmin ja kattavimmin hahmottaa kirjanpito-velvollisen rahaprosessin kuvaukseksi, taseeseen saadaan voimassa olevan kirjanpitolain mukaan merkitä tietyin edellytyksin ja rajoituksin myös arvonkorotuksia. Arvonkorotus on realisoitumaton informaatioerä, jonka vastaerä on merkittävä taseen vastattavissa sidottuun omaan pääomaan.<sup>24</sup> Sidottuun omaan pääomaan merkitty vastaerä ei kuitenkaan voi koskaan olla osingonjakokelpoista, mutta se auttaa tappiollisen yhtiön oman pääoman säilymistä ja pysyttämistä positiivisena.

## 6. OSAVUOSITILINPÄÄTÖKSEN PERUSTEELLA JAETTAVA OSINKO

Kalenterivuosi on mielivaltainen jakso osakeyhtiön toiminnassa. Johdonmukaisesti ottaen osingonjaon voi siis toteuttaa jonkin muunkin jakson tuloksen perusteella. Kysymys on vain niistä edellytyksistä, joilla osingonjako on mahdollinen vaarantamatta yhtiön kannattavuuden tai rahoituksen edellytyksiä.

Ilmeisesti osavuositilinpäätös on laadittava kirjanpito- ja osakeyhtiölainsäädännön mukaisesti. Lisäedellytyksenä voitaneen pitää sitä, että osavuositilinpäätöksen tulee tällöin olla hyväksytyn tilintarkastajan tarkastama. Osavuositilinpäätöstä koskevaan tilintarkastuskertomukseensa tilintarkastajan tulee tällöin sisällyttää myös lausunto hallituksen osingonjakoehdotuksesta.

Samalla tavoin kuin tilikauden tilinpäätöksen perusteella jaettava osinko ei myöskään osavuositilinpäätöksen perusteella jaettava osinko saa heikentää tai vaarantaa yhtiön kannattavuuden tai rahoituksen edellytyksiä. Kriteeriksi voitaisiin vastaavalla tavalla määrätä, että yhtiön on kyettävä laatimaan seuraavan tilikauden vastaava osavuositilinpäätös tai, jos sellaista ei laadita, osavuositilinpäätöstilikautta seuraavan tilikauden tilinpäätös kirjanpitolain mukaisesti jatkuvuuden periaatteella. Lisäksi lienee perusteltua säätää, että osavuositilinpäätös on laadittava vähintään tietyn kuukausimäärän kestäneen osatilikauden perusteella.<sup>25</sup>

## 7. SÄÄNNÖSTEN UUDISTAMINEN

---

<sup>24</sup> Tietynlainen paradoksi on se, että kun arvonkorotus saadaan käyttää osakepääoman korottamiseen ja kun osakepääomaa saadaan alentaa myös palauttamalla alentamismäärä osakkaille, niin tällöin palautusmaksun perusta saattaa olla realisoitumattomassa arvonkorotuksessa.

<sup>25</sup> Vähimmäiskuukausimäärän lienee oltava ainakin kolme kuukautta. Toisaalta osavuositilinpäätöstä ei liene perusteltua laatia kuutta kuukautta pitemmältä osatilikaudelta. Lisäksi lienee paikallaan, että osavuositilinpäätösten laatimisesta ja niiden perusteella jaettavasta osingosta on määräykset yhtiöjärjestyksessä. Ts. osavuositilinpäätösten tulee olla säännönmukaisia eikä ad hoc-laadittavia. Viimemainitun osingonjakotarpeen voi tyydyttää ylimääräisen yhtiökokouksen päätöksellä jaettavalla osingolla.

Edellä on tarkasteltu osingonjakokelpoisen vapaan oman pääoman määrittämistä ja osingonjakopäätösten edellytyksiä. Tarkastelua ei ole ulotettu säännösluonnosten tasolle. Kirjoittajan käsityksen mukaan esitettyjä ajatuksia on toteutettu tai ainakin otettu huomioon eri maiden lainsäädännössä. Niistä voisi löytyä tarvittaessa operationaalisia ratkaisuja, jos edellä esitetyllä liiketalouden näkökulmasta tapahtuneella tarkastelulla katsotaan olevan merkitystä säännösten uudistamisessa.

Mika Ilveskero

## PAKKOSelvITYSTILASÄÄNTELYN SUHTEESTA MAKSUKYVYTTÖMYYS- SÄÄNTELYYN<sup>26</sup>

### 1. TAUSTA

Oikeusministeriö on 10.11.1998 antanut toimeksiannon laatia ministeriön virkatyönä kokonaisarvion osakeyhtiölain uudistustarpeesta ja ehdotuksen osakeyhtiölain uudistamisen tavoitteista, toteutustavasta, tarvittavista esiselvityksistä, organisoinnista, rahoituksesta ja aikataulusta. Toimeksiannossa on todettu, että osakeyhtiölain yksityiskohtaisen sääntelyn osalta muutostarpeita liittyy muun ohella pakkoselvitystiläsääntelyn arviointiin suhteessa yleiseen maksukyvyttömyyssääntelyyn.

Kokonaisarvion ja ehdotuksen valmistelijat ovat pyytäneet allekirjoittanutta laatimaan taustamuistion pakkoselvitystiläsääntelyn suhteesta maksukyvyttömyyssääntelyyn.

### 2. NYKYTILA

#### 2.1 Nykyinen pakkoselvitystiläsääntely

##### *Osakeyhtiölaki*

Yhtiön taloudelliseen asemaan liittyvästä pakkoselvitystilasta on säädetty osakeyhtiölain (OYL) 13 luvun 2 §:ssä, jonka 1 ja 2 momentti kuuluvat:

”Jos hallitus tilinpäätöstä laadittaessa havaitsee tai sillä muutoin on syytä olettaa, että yhtiön oma pääoma on alle puolet osakepääomasta, hallituksen on viipymättä laadittava tase yhtiön taloudellisen tilan selvittämiseksi. Jos yhtiön oma pääoma on taseen mukaan alle puolet osakepääomasta, hallituksen on viipymättä annettava tase tilintarkastajien tarkastettavaksi ja kutsuttava yhtiökokous koolle käsittelemään yhtiön asettamista selvitystilaan. Yhtiökokous on pidettävä kahden kuukauden kuluessa taseen laatimisesta. Taseen laatimiseen ja tarkastamiseen sovelletaan soveltuvien osin tilinpäätöstä ja sen tarkastamista koskevia säännöksiä.

Yhtiö on asetettava selvitystilaan, jollei viimeistään kahdentoista kuukauden kuluessa 1 momentissa tarkoitettua yhtiökokouksesta pidettävässä yhtiökokouksessa hyväksytä kokouskutsun toimitamisaikana vallitsevaa tilannetta osoittavaa, yhtiön tilintarkastajien tarkastamaa tasetta, jonka mukaan yhtiön oma pääoma on vähintään puolet osakepääomasta. Jos yhtiökokous ei tee päätöstä yhtiön asettamisesta selvitystilaan, hallituksen on haettava selvitystilaan asettamista tuomioistuimelta. Hakemuksen voi tehdä myös tilintarkastaja tai sen voivat tehdä osakkeenomistajat, joilla on vähintään kymmenesosa kaikista osakkeista.”

<sup>26</sup> AA Mika Ilveskero, Asianajotoimisto Castrén & Snellman

### *Toinen yhtiöoikeudellinen direktiivi*

Euroopan Yhteisön toinen yhtiöoikeudellinen direktiivi määrää julkisten osakeyhtiöiden osalta 17. artiklassa seuraavaa:

”1. Jos yhtiö menettää huomattavan osan merkitystä pääomasta, yhtiökokous on jäsenvaltion lainsäädännössä säädetyssä määräajassa kutsuttava koolle arvioimaan, olisiko yhtiö purettava vai ryhdyttävä muihin toimenpiteisiin.

2. Jäsenvaltion lainsäädännössä ei saa asettaa menetyksen määrää, jota 1 kohtaa sovellettaessa pidetään huomattavana, suuremmaksi kuin puolet merkitystä pääomasta.”

Direktiivi ei velvoita jäsenvaltiota säätämään pakkoselvitystilanormistoja. Kansallisessa lainsäädännössä tulee olla ainoastaan julkisten osakeyhtiöiden osalta velvoite kutsua osakkeenomistajat koolle taseaseman heikentyessä.

### *Hallituksen vahingonkorvausvastuu*

OYL:ssä ei ole suoranaista normia, jonka perusteella hallituksen jäsenelle tai toimitusjohtajalle syntyisi vastuu OYL 13:2:n mukaisten velvollisuuksien laiminlyönnistä.<sup>27</sup> Oikeuskäytännössä vastuu on kuitenkin asetettu. Korkein oikeus totesi ratkaisussaan KKO 1986 II 130 seuraavasti:

”Osakeyhtiön hallitus oli yhtiön oman pääoman alennettua pienemmäksi kuin kolmasosaksi osakepääomasta laiminlyönyt ryhtyä osakeyhtiölain 13 luvun 2 §:n 1 momentissa tarkoitettuihin toimenpiteisiin. Yhtiön hallituksen jäsenen A:n osakeyhtiölain 15 luvun 1 §:ään perustuvaan vahingonkorvausvastuuseen yhtiön velkojalle B:lle ei vaikuttanut se, että A oli pääoman alentumisen jälkeen antanut B:lle omavelkaisia takaussitoumuksia tämän tilisaatavien vakuudeksi, eikä se, että B oli antanut takaussitoumuksen raueta.”

---

<sup>27</sup> Ks. Rapakko, Timo: OYL 13:2 §:n mukainen osakeyhtiön johdon vastuu ja osakeyhtiön sidosryhmien suojan tarve. Lakimies 1994 ss. 561 – 584 (Rapakko LM 1994) s. 562 ja 564. Ks. myös Sarvilinna, Teppo: Osakeyhtiön selvitystilaan asettaminen. Osakeyhtiöoikeudellinen tutkimus. Helsinki 1989 (Sarvilinna 1989) s. 59 ja siinä mainittu alaviite 44.



## 2.2 Maksukyvyttömyyssääntely

### *Yleistä*

Yleisen maksukyvyttömyyssääntelyn perusteet on sisällytetty maksukyvyttömyysmenettelyjä koskevaan lainsäädäntöön. Myös rikoslain eräät tunnusmerkit edellyttävät täytyäkseen velallisen maksukyvyttömyyttä.

Osakeyhtiöiden maksukyvyttömyysmenettelyt voidaan jakaa kahteen osaan maksukyvyttömyysmenettelyn luonteen perusteella. Ulosotto on erityistäytäntöönpanomenettelyä, jossa velallisen omaisuutta käytetään hakijavelkojan saatavan tyydyttämiseen. Konkursi ja yrityssaneerausmenettelyt ovat puolestaan yleistäytäntöönpanomenettelyjä, joissa velallisen koko omaisuus käytetään kaikkien velkojien saatavien tyydyttämiseen. Näissä menettelyissä velkojilta ei edellytetä aktiivisuutta hakemisvaiheessa, vaan kaikki velkojat tulevat vedetyiksi menettelyyn mukaan.<sup>28</sup>

### *Konkurssi*

#### Konkurssimenettely

Osakeyhtiötä voi hakea konkurssiin velkoja tai yhtiö itse.<sup>29</sup> Velallisyhtiön osalta toimivalta konkurssihakemuksen tekemiseen on yhtiön hallituksella. Jos yhtiö on selvitystilassa, toimivalta on hallituksen sijasta selvitysmiehellä (OYL 13:19).

Osakeyhtiön toimitelillä ei ole velvollisuutta asettaa maksukyvyttömyyttä yhtiötä konkurssiin.<sup>30</sup> Poikkeuksen muodostaa selvitystila, jossa selvitysmiehen on haettava yhtiö konkurssiin, jos sen velat ylittävät sen varat (OYL 13:11a).

#### Konkurssin suhde selvitystilaan

Konkurssin ja pakkoselvitystilan suhde on välillinen. Jos yhtiön osakepääomasta yli puolet on menetetty yli vuoden ajan, yhtiö on asetettava selvitystilaan. Jos selvitystilan aikana yhtiön velat ylittävät sen varat, selvitysmies tulee velvolliseksi asettaa yhtiö konkurssiin.

#### Maksukyvyttömyyden määritelmä konkurssimenettelyssä

Maksukyvyttömyys määritellään konkurssisäännön (KS) 6 §:n 1 momentin f) kohdassa, jonka mukaan kyseessä on maksukyvyttömyys, kun velallinen on muuten kuin tilapäisesti kykenemätön maksamaan velkojaan niiden erääntyessä

Kyseisen säännöksen esitöissä<sup>31</sup> maksukyvyttömyyttä ei määritellä lakitekstiä tarkemmin, mutta siinä todetaan, että samanlainen määritelmä sisältyy takaisinsaannista konkurssipesään annetun lain (TakSL) 4 §:ään, ja viitataan tämän lain esitöihin. Konkurssisäännön maksukyvyttömyysmääritelmää on siten tulkittava identtisesti takaisinsaantilain säännöksen kanssa.

<sup>28</sup> Ks. Havansi, Erkki: Suomen Konkurssioikeus. 3. uud. p. Helsinki 1992 s. 1-2.

<sup>29</sup> KS 1 §.

<sup>30</sup> HE 66/1988 s. 160: ”Rikoslain 39 luvun 3 §:n 3 kohdassa mainitulla konkurssin viivyttämisellä ei olisi ehdotuksessa suoranaista vastineetta, joskin se voisi joissakin tapauksissa tulla rangaistavaksi velallisen epärehellisyytenä.” Ks. kohta 2.2.4 rikosvastuusta ja toiminnasta maksukyvyttömän yhtiön puolesta.

<sup>31</sup> HE 181/1992 s. 38.

Oikeusministeriössä on vireillä konkurssilainsäädännön uudistus. Valmistelussa on maksukyvyttömyys asetettu konkurssin edellytykseksi. Konkurssiin voitaisiin asettaa velallinen, joka on maksukyvytön. Maksukyvyttömyydellä tarkoitettaisiin sitä, että velallinen muuten kuin tilapäisesti on kykenemätön maksamaan velkojaan niiden erääntyessä. Velallista olisi pidettävä maksukyvyttömänä erityisesti, jollei muuta ilmene, jos velallinen ilmoittaa olevansa maksukyvytön tai velallinen on lakkauttanut maksunsa tai velalliselta ei viimeisen kuuden/kolmen kuukauden aikana ennen konkurssihakemusta toimitetussa ulosmittauksessa ole kertynyt saatavalle täyttä suoritusta.<sup>32</sup>

## *Yrityssaneeraus*

### Yrityssaneerausmenettely

Hakemuksen saneerausmenettelystä voi tehdä velallisyhtiö, velkoja tai todennäköinen velkoja.<sup>33</sup> Velallisyhtiön osalta toimivalta on yhtiökokouksella. Myös hallitus voi tehdä hakemuksen, jos se katsoo asian kiireellisyys sen vaativan. Hallituksen on tällöin kutsuttava koolle yhtiökokous käsittelemään kysymystä hakemuksen jatkamisesta (OYL 13:18a).

### Saneerausmenettelyn suhde selvitystilaan

Yrityssaneerausmenettelyn tarkoituksena on jatkaa yrityksen toimintaa.<sup>34</sup> Selvitystila on puolestaan yhtiön purkamista edeltävä vaihe. Siten menettelyt ovat toisensa poissulkevat.<sup>35</sup>

Pakkoselvitystilasäännöstyön sisältyy enimmillään 12 kuukauden aika, jolloin yhtiö voi saneeraustoimenpitein saada yhtiön taloudellisen aseman sellaiseksi, että selvitystila voidaan välttää. Siten pakkoselvitystilasäännöstyön liittyy tietty ajanjakso saneeraustoimenpiteitä varten. Ajanjakso vastaa keskimääräistä yrityssaneerausmenettelyn aikaa.<sup>36</sup>

Selvitystilaa ja saneerausmenettelyä yhdistää myös se, että menettelyn aloittamisesta päättää yhtiökokous. Toisin on konkurssin osalta, jossa päätösvalta on hallituksella. Yrityssaneerailain esitöissä todetaan, että yrityssaneerausmenettelyn aloittamisessa on kyse usein yhtiön tulevaisuuden kannalta ratkaisevan tärkeä valinta.<sup>37</sup> Kun päätösvalta yhtiön asettamisesta selvitystilaan kuuluu yhtiökokoukselle, on siihenkin nähden luonnollista, että myös päätösvalta saneerausmenettelyä koskevan hakemuksen tekemisestä uskotaan samalle elimelle. Vaikka menettelyiltään selvitystila ja yrityssaneeraus ovat varsin lähekkäisiä ja yhtiökokouksen tulisikin voida päättää näiden menettelyjen välillä, käytännössä konkurssi ja saneerausmenettely ovat muodostuneet toistensa vaihtoehdoiksi.

### Maksukyvyttömyyden määritelmä saneerausmenettelyssä

Yrityksen saneerauksesta annetun lain (YSL) 3 § 1 momentin 2) kohdassa maksukyvyttömyys määritellään siten, että velallinen on maksukyvytön ollessaan muuten kuin tilapäisesti kykenemätön maksamaan velkojaan niiden erääntyessä.

<sup>32</sup> Lainsäädäntöneuvos Liisa Lehtimäen julkaisematon esitelmä: Konkurssilainsäädännön uudistus, päivätty 28.10.1999.

<sup>33</sup> YSL 5 §.

<sup>34</sup> YSL 1 §.

<sup>35</sup> HE 182/1992 s. 27.

<sup>36</sup> Oikeusministeriön lainvalmisteluosaston (Elina Majamaa) julkaisematon selvitys 14.4.1999, s 5, jonka mukaan vuosina 1995 – 1997 alkanee yrityssaneerausmenettelyt kestivät noin 10 kuukautta menettelyn aloittamisesta ohjelman vahvistamiseen.

<sup>37</sup> HE 182/1992 s. 37.

YSL:n esitöiden<sup>38</sup> mukaan maksukyvyttömyyden määritelmä on sama kuin TakSL 4 §:ssä. Näitä säännöksiä on siis tulkittava identtisesti. Sama koskee myös KS 6 §:n 1 momentin f) kohtaa, kuten edellä on todettu.

Esitöiden mukaan maksukyvyttömyys on käsillä, jos velallisen käytettävissä ja saatavissa olevat likvidit varat eivät riitä velkojen maksamiseen niiden erääntyessä eikä kysymyksessä ole pelkästään tilapäinen likvidien varojen puute.

### *Takaisinsaanti*

#### *Yleistä*

Konkurssissa ja yrityssaneerauksessa on mahdollisuus saada peräytetyksi varoja takaisin konkurssipesään tai saneerausvelalliselle takaisinsaantimenettelyllä.<sup>39</sup>

Takaisinsaanti voidaan kohdistaa sinänsä pätevään oikeustoimeen, joka on tehty konkurssin vaikutusten välttämiseksi (takaisinsaantilain 5 §:n mukainen subjektiivinen takaisinsaantiperuste) tai joiden yleensä voidaan olettaa tehdyn konkurssin vaikutusten välttämiseksi (takaisinsaantilain 6-14 §:n mukaiset objektiiviset takaisinsaantiperusteet).<sup>40</sup>

#### *Maksukyvyttömyyden määritelmä takaisinsaantilaissa*

Maksukyvyttömyys on määritelty TakSL 4 §:ssä, jonka mukaan maksukyvyttömyydellä tarkoitetaan sitä, että velallinen muuten kuin tilapäisesti on kykenemätön maksamaan velkojaan niiden erääntyessä.

Lain esitöissä todetaan, että maksukykyä arvioitaessa ei oteta huomioon pelkästään velallisen varoja ja velkoja, vaan myös velallisen mahdollisuudet hankkia tuloja tai muuta varallisuutta ja saada luottoa. Arvioinnilla on siis ennustuksen luonne.<sup>41</sup>

Esitöissä lausutaan edelleen, että velallisen maksukykyä arvioitaessa kiinnitettäisiin huomiota velallisen kykyyn maksaa erääntyneiden velkojen lisäksi myös myöhemmin erääntyvät velat. Esityksen mukaan tällöin olisi otettava huomioon velallisen arviohetken mukaisen taloudellisen tilan lisäksi myös hänen taloudellisen tilanteensa kehitys sen hetkisten tietojen perusteella arvioituna. Tämän perusteella arvioitaisiin, onko velallisella tai tuleeko hänelle kertymään riittävästi rahaksi muutettavaa omaisuutta tai tuloja hänen velkojensa maksamiseen niiden erääntymiseen mennessä.<sup>42</sup>

Velallinen ei yleensä ole maksukyvytön, mikäli hänen varansa ovat vähintään yhtä suuret kuin velat, mutta poikkeuksellisesti hän voi kuitenkin olla maksukyvytön tällaisessa tilanteessa, mikäli varoja ei voida realisoida rahaksi niin, että ne olisivat käytössä maksujen erääntyessä. Velallinen voi olla maksukykyinen myös, kun hänen velkansa ylittävät varat. Tämä edellyttää, että tulovirta tai omaisuuden realisointi riittää erääntyvien velkojen maksamiseen kyseisenä hetkenä ja ennakoitavissa olevassa tulevaisuudessa.

Maksukyvyttömyys on erotettava ylivelkaisuudesta ja tilapäisestä maksukyvyttömyydestä. Ylivelkaisuudella tarkoitetaan sitä, että velat ylittävät velallisen ulosmittauskelpoi-

<sup>38</sup> HE 182/1992 s. 62.

<sup>39</sup> TakSL 1 § ja YSL 35 §.

<sup>40</sup> HE 102/1990 s. 14-16. Ks myös Tuomisto, Jarmo: Takaisinsaannista. Erityisesti maksun ja vakuuden peräyttämisestä konkurssissa. Helsinki 1995 s. 27.

<sup>41</sup> HE 102/1990 s. 19.

<sup>42</sup> HE 102/1990 s. 47.

set varat. Erotukseksi maksukyvyttömyydestä, jolla on myös ennustuksellinen luonne, ylivelkaisuudella tarkoitetaan velallisen tietynhetkistä taloudellista tilaa, joka ilmenee esimerkiksi kirjanpidosta.

Tilapäinen maksukyvyttömyys on puolestaan likviditeettikriisi, jolla tarkoitetaan, että velallisella ei ole välittömästi käytettävissä varoja, jotka vastaisivat hänen senhetkistä tarvettaan, eli kun velallinen saa varat erääntyneiden velkojensa maksamiseen vasta jonkin aikaa velkojen erääntymisen jälkeen. Tällaista luonteeltaan tilapäistä ongelmaa ei pidetä varsinaisena maksukyvyttömyytenä.

### *Rikoslain säännökset maksukyvyttömyystilanteista*

#### Velallisen epärehellisyys

Rikoslain 39:1:n mukaan velallisen epärehellisyydestä on tuomittava velallinen, joka tietäen jo olemassaolevien tai odotettavien taloudellisten vaikeuksiensa perusteella tekonsa voivan vahingoittaa velkojensa taloudellisia etuja toimii laissa määritellyllä tavalla ja siten aiheuttaa maksukyvyttömäksi tulemisensa tai oleellisesti pahentaa maksukyvyttömyytään.

#### Velkojansuosinta

Rikoslain 39:6:n mukaan velkojansuosinnasta on tuomittava velallinen, joka tietää itsensä kyvyttömäksi täyttämään velvoitteensa, suosiakseen tiettyä velkojaa muiden velkojen kustannuksella ryhtyy johonkin velkojan asemaa parantavaan järjestelyyn.

#### Verorikkomus

Rikoslain 29:4:n mukaan verorikkomuksesta on tuomittava, jollei teko ole rangaistava veropetoksena, henkilö, joka hankkiakseen itselleen tai toiselle taloudellista hyötyä jättää muun syyn kuin maksukyvyttömyyden tai tuomioistuimen määräämän maksukiellon takia suorittamatta laissa määritellyn itse tilitettävän veron.

#### Maksukyvyttömyyden määritelmä rikoslaissa

Maksukyvyttömyyttä ei ole suoraan määritelty rikoslaissa. Rikoslain 39 luvun esitöiden mukaan maksukyvyttömyydellä tarkoitetaan tilanteita, joissa velallinen ei pysty täyttämään erääntyneitä velvoitteitaan kohtuullisessa ajassa. Esimerkkinä tyypillisestä maksukyvyttömyystilanteesta mainitaan tilanne, jossa maksut ovat keskeytyneet. Rikoslaissa tarkoitettu maksukyvyttömyys liittyy usein konkurssiin tai muuhun täytäntöönpano- tai selvitysmenettelyyn. Maksukyvyttömyydestä voi selvittää esimerkiksi lisälainanotolla.<sup>43</sup>

Verorikkomusta koskevassa oikeuskäytännössä on käsitelty maksukyvyttömyyden määritelmää. Esimerkiksi ratkaisussa KKO 1996:35 korkein oikeus toteaa<sup>44</sup>:

”Edellä olevan nojalla Korkein oikeus katsoo, ettei verovelvollisen yleensä voida katsoa olevan rikoslain 29 luvun 4 §:ssä tarkoitettulla tavalla maksukyvyttön, jos hän pitkän aikaa jättää maksamatta ennakonpidätykset ja työnantajan sosiaaliturvamaksut mutta jatkaa samanaikaisesti toimintaansa ja maksaa muiden velkojen saamisista ja näin merkittävältä osin mahdollistaa toimintansa jatkamisen työnantajamaksujen laiminlyömisellä.

<sup>43</sup> HE 66/88 s. 162.

<sup>44</sup> Ks. myös KKO 1994:67 ja KKO 1995:137.

Yritys voi kuitenkin olla sanotussa lainkohdassa tarkoitetulla tavalla maksukyvytön, jos se tilapäisesti ei voi suoriutua veron maksusta myymättä yritystoiminnan jatkuvuuden kannalta välttämätöntä omaisuutta tai laiminlyömättä palkanmaksuvelvoitettaan.”

### 3. NYKYTILAN ARVIOINTI

#### 3.1 Osakeyhtiölain pakkoselvitystilasääntelystä

##### *Pakkoselvitystilasääntelyn tarkoituksesta*

Pakkoselvitystilasääntelyn taustalla olevan omavaraisuusvaatimuksen tarkoituksena on ollut turvata velkojia.<sup>45</sup> Samalla on ollut tarkoitus suojata osakkeenomistajien sijoittaman pääoman säilyminen edes vähäisiltä osiltaan.<sup>46</sup>

##### *Omavaraisuuden arviointi*

Selvitystilassa omaisuutta ei saa merkitä taseeseen korkeampaan arvoon kuin todennäköiseen luovutushintaan luovutuksesta johtuvat erilliskulut vähennettynä.<sup>47</sup> Koska rahoitusomaisuus on ollut merkittävä taseeseen enintään sen todennäköiseen arvoonsa ja vaihto-omaisuus puolestaan hankintamenoonsa tai luovutusarvoonsa, kumpi arvoista on alhaisempi, kohdistuu selvitystilan alkamisen arvostusvaikutus pääasiallisesti käyttöomaisuuteen.<sup>48</sup>

Kun yhtiö on toiminnassa, yhtiön on arvostettava käyttöomaisuutensa hankintamenoon vähennettynä vaikutusaikanaan suunnitelman mukaisilla poistoilla.<sup>49</sup> Usein käyttöomaisuuden luovutus- eli myyntihinta on sen poistamatonta hankintamenoa pienempi. Tämän vuoksi selvitystilan alkaminen saa aikaan kuluvaikutteisen arvonalennuksen, mikä johtaa oman pääoman pienenemiseen edelleen. Kun suomalaisilla yrityksillä on ollut varsin vähäinen oma pääoma, voidaan arvonalennuksien päätellä johtaneen siihen, ettei selvitystilassa olevilla yhtiöillä ole ollutkaan omaa pääomaa vaan tarkastelun jälkeen on päädytty siihen, että yhtiön velat ylittävät sen varat. Tämä on puolestaan johtanut konkurssiin.

Pakkoselvitystilaedellytysten tutkiminen perustuu omavaraisuuteen, jonka laskemisen perustana käytetään yhtiön tasetta. Yhtiöllä voi olla myös suuri määrä taseen ulkopuolisia vastuita, jotka realisoituvat veloiksi yhtiön toimintaa lopetettaessa. Tämä muutos voi häivyttää muutoin mahdollisesti jäljellä olevan oman pääoman. Taseeseen perustuva omavaraisuus ei kerro yhtiön kokonaisvastuuasemaa.

---

<sup>45</sup> HE 27/77 s. 94-95: ”Ruotsin osakeyhtiöoikeudessa on jo vuodesta 1944 ollut säännöksiä yhtiön pakollisesta selvitystilaan asettamisesta siinä tapauksessa, että yhtiö on menettänyt yli 2/3 osaa osakepääomastaan. Ne perustuvat ajatukseen, että yhtiö on asetettava selvitystilaan ajoissa ennen kuin osakepääoma on kokonaan menetetty, koska velkojien tappionvaara muutoin on liian suuri.

<sup>46</sup> Koski, Pauli – af Schultén, Gerhard: Osakeyhtiölaki selityksin II. 3, uud. p. Helsinki 1991 s. 227: ”Pakkosaneeraussäännöksellä pyritään yhtiön tervehdyttämiseen ennen kuin se on liian myöhäistä, ts. ennen kuin velkojat hakevat yhtiön konkurssiin tai yhtiö itse on konkurssiinluovutuksen edessä. Osakkeenomistajille pyritään antamaan ajoissa tieto yhtiön heikentyneestä tilasta ja siten mahdollisuus puuttua yhtiön toimintaan ja sen edellytyksiin ennen kuin he menettävät koko sijoituksensa yhtiön konkurssissa.”

<sup>47</sup> OYL 13:11.3

<sup>48</sup> Kirjanpitolaki 5:2 ja 5:6

<sup>49</sup> Kirjanpitolaki 5:5

### *Nykyisen pakkoselvitystiläsääntelyn muuttamisesta*

Nykyisen pakkoselvitystiläsääntelyn perimmäinen ongelma on se, ettei tase anna kuvaa todellisesta taloudellisesta tilanteesta, joka on eniten riippuvainen rahoituksesta joko oman tulorahoituksen tai pääoman lisäämisen kautta. Ongelma on poistettavissa joko kiristämällä taseasemaan sidottua pakkoselvitystilaedellytystä, jolloin useampi yhtiö olisi myös käytännössä mahdollista purkaa selvitystilamenettelyllä, tai poistamalla kokonaisuudessaan velvollisuus taseaseman perusteella asettaa yhtiö selvitystilaan.<sup>50</sup>

### *Keinoja pakkoselvitystiläsääntelyn kiristämiseksi*

Kirjanpidon on annettava kirjanpitovelvollisen taloudellisesta asemasta oikea ja riittävä kuva.<sup>51</sup> Voidaan esittää kysymys, antaako kirjanpito riittävän ja oikean kuvan kirjanpitovelvollisen taloudellisesta tilanteesta, jos selvitystilän alkamisen jälkeen yhtiön toiminnan aikaisesta omasta pääomasta huolimatta selvitysmies toteaa yhtiön velkojen ylittävien varat. Jotta taseasemaan perustuvalla tarkastelulla voitaisiin saavuttaa tilanne, jossa luovutusarvoihinsa arvostetut varat ylittäisivät velat, olisi osakepääoman ja jäljellä olevan oman pääoman suhdetta pienennettävä esimerkiksi siten, että yhtiön hallitukselle syntyys ns. ensimmäisen yhtiökokoukseen kutsuvelvollisuus, kun kolmasosa osakepääomasta on menetetty. Tämä tuskin on tarkoituksenmukaista, sillä kyseessä olevan pääoman omaava yhtiö voi olla täysin elinkelpoinen.<sup>52</sup>

Yhtiön hallituksen velvollisuutena on OYL 13:2:n toteamissa tilanteissa laatia selvitystilatase, josta ilmenee oman pääoman ja osakepääoman suhde. Selvitystilataseen liitteessä olevassa laskelmassa omaisuuserät on arvotettava OYL 13:2.3:n mukaan seuraavasti:

”Oman pääoman ja osakepääoman suhdetta edellä laskettaessa lisätään omaan pääomaan taseen liitteessä tarkemmin selvitettävä erä, joka osoittaa omaisuuserien yhteenlasketun arvon nousun, jos näitä eriä arvostettaisiin todennäköiseen luovutushintaan luovutuksesta johtuvat erilliskulut vähennettynä. Käyttöomaisuus, jonka arvo jatkuvasti vähenee, on kuitenkin merkittävä tarpeellisin poistoin vähennettyyn hankintamenon mukaiseen määrään, jos tämä olisi luovutushintaa korkeampi.”

Selvitystilataseessa otetaan siten huomioon vain omaisuuden luovutusarvon ja kirjanpitoarvon välinen positiivinen ero. Selvitystila on mahdollista välttää tilanteissa, joissa käyttöomaisuuden luovutusarvo on huomattavastikin sen kirjanpitoarvoja alempi. Jos kuitenkin myöhemmin selvitystila alkaa, on omaisuus arvostettava luovutusarvoonsa. Tällöin on suuri mahdollisuus, että yhtiön velat ylittävät sen varat. Selvitystilamenettelyä koskevat säännökset eivät siten tulisi sovellettaviksi, vaan selvitysmiehen olisi luovutettava yhtiön varat konkurssiin.

Jotta taseaseman seuraamisella voitaisiin saada todellista merkitystä selvitystilavaatimuksia tutkittaessa, tulisi jatkuvuusperiaatteen perusteella laadittavien kirjanpitoarvojen ohella hallituksella olla velvollisuus seurata käyttöomaisuuden luovutusarvojen kehitty-

<sup>50</sup> Sarvilinna 1989 s. 54 alaviite 14, jossa todetaan Keskuskauppakamarin ehdottaneen lainvalmisteluvaiheessa OYL 13:2:ää koskevan säännösehdotuksen poistamista.

<sup>51</sup> Kirjanpitolaki 3:2.

<sup>52</sup> Sarvilinna 1989 s. 54, jonka mukaan OYL 13:2:ää säädettäessä eräät lausunnonantajat katsoivat säännösehdotuksen vaarantavan uusien ja tilapäisiin vaikeuksiin joutuneiden osakeyhtiöiden toimintaedellytyksiä.

mistä. Tämäkään ei olisi tarkoituksenmukaista, koska yhtiön kannalta tulee olla riittävää, että käyttöomaisuus poistoaikanaan mahdollistaa yhtiölle tuottojen kertymisen.<sup>53</sup>

### *Omavaraisuudesta maksukykyisyyteen*

Edellä on esitetty perusteita sille, ettei yhtiön taseasema tosiasiallisesti kuvaa yhtiön taloudellista asemaa ja jatkamiskelpoisuutta.<sup>54</sup> Tämä on otettu huomioon maksukyvyttömyyslainsäädännössä, jossa huomio on kiinnitetty yhtiön maksukykyisyyteen/-kyvyttömyyteen.

Koska pakkoselvitystilasääntelyn tarkoituksena on osakkeenomistajien ja velkojen suojaaminen, olisi pakkoselvitystilasääntely ja/tai hallituksen vastuun synnyttävät seikat perustettava yhtiön kannattavuuteen ja rahoitukseen kuten maksukyvyttömyyslainsäädännössä. Näin selvitystilasäädännön ja maksukyvyttömyyslainsäädännön suhde olisi mahdollista saada sellaiseksi, että päällekkäisyyttä olisi mahdollisimman vähän mutta toisaalta omistajien ja velkojen oikeudet tulisivat turvattua.<sup>55</sup>

### **3.2 Uhkaavasta maksukyvyttömyydestä**

YL:lla ja osakeyhtiön maksukyvyttömyysmenettelyillä ei ole tällä hetkellä yhteyttä, koska pakkoselvitystilaan asettaminen perustuu taseeseen ja maksukyvyttömyysmenettelyt maksukykyisyyteen/-kyvyttömyyteen.

Pakkoselvitystilasääntelyn säätämisen tarkoituksena oli asettaa yhtiö selvitystilaan ajoissa ennen kuin osakepääoma on kokonaan menetetty, koska muutoin velkojen tappionvaara on liian suuri.<sup>56</sup> Pakkoselvitystilasääntelyllä korvattiin vanhan osakeyhtiölain 39 §, jonka mukaan yhtiön omaisuus oli luovutettava konkurssiin, mikäli sen varat eivät vastanneet velkoja. Tällaisessa tilanteessa olevaa yhtiötä nimitettiin maksukyvyttömäksi tai ylivelkaiseksi osakeyhtiöksi. Maksukyvyttömyydellä säännöksen tarkoittamassa mielessä ymmärrettiin tilannetta, jossa yhtiö ei pystynyt maksamaan velkojaan niiden erääntyessä eikä tämä olosuhde ollut pelkästään tilapäistä.<sup>57</sup>

Edellä mainituin perustein yhtiön tulisi ryhtyä toimenpiteisiin taloudellisen aseman vakauttamiseksi ja parantamiseksi ennen kuin se tulee maksukyvyttömäksi, jotta velkojen ja osakkeenomistajien edut voidaan turvata. Yhtiön taseasema ei kuitenkaan välittömästi ilmennä yhtiön maksukykyisyyttä. Toimenpiteisiin tulisi ryhtyä viimeistään, kun maksukyvyttömyys on uhkaamassa.

---

<sup>53</sup> Rapakko LM 1994 s. 568.

<sup>54</sup> Sarvilinna 1989 s. 53 – 54: ”Elinkeinoelämän taholta arvosteltiin ehdotettua säännöstä keinotekoiseksi ja liian ankaraksi, koska osakeyhtiön elinkelpoisuutta ei voitaisi mitata pelkästään oman pääoman ja osakepääoman välisen suhteen perusteella.”

<sup>55</sup> Rapakko LM 1994 s. 571: ”Edellä olevan perusteella kysymykseksi muodostuu olisiko aiheellista perustaa osakeyhtiöoikeudellinen saneerausvelvollisuus hallitukselle ja toimitusjohtajalle nojautuen maksukyvyttömyyteen, eikä nykyiseen OYL 13:2 §:n mukaiseen selvitystilakriteeriin.”

<sup>56</sup> HE 27/1977 s. 94 – 95.

<sup>57</sup> Sarvilinna 1989 s. 51 – 52 ja alaviite 2.

YSL:ssa on määritelty uhkaava maksukyvyttömyys. YSL:n mukaan sillä tarkoitetaan tilannetta, jossa velallinen on vaarassa tulla maksukyvyttömäksi. Määritelmää perustellaan seuraavasti:<sup>58</sup>

”Maksukyvyttömyyden vaara olisi käsillä, jos voidaan ennakoida, että velalliseen jollakin näköpiirissä olevalla aikavälillä kohdistuu konkreettinen maksukyvyttömyyden riski. Arvioinnissa olisi otettava huomioon velallisen vallitseva taloudellinen tilanne sekä siihen vaikuttavat seikat ja niiden odotettavissa oleva kehitys.”

YSL:n määrittelemän uhkaavan maksukyvyttömyyden tilanteessa osaava hallitus ryhtyy nykyisenkin lainsäädännön vallitessa toimenpiteisiin toiminnan edellytysten turvaamiseksi.

Saneerausmenettelyn päättyessä yhtiön oman pääoman on oltava puolet osakepääomasta. Ellei tilanne ole tämä, yhtiö on asetettava selvitystilaan.<sup>59</sup> Yrityssaneerausmenettelyissä selvittäjinä toimivat ovat kritisoineet säännöstä niissä tapauksissa, joissa saneerausmenettelyn perusteella vahvistetulla saneerausohjelmalla on voitu turvata yhtiön tuloksentelekyky pitkällä aikavälillä. Velkojen pääomia on jouduttu alentamaan tai saneerausvelkoja pääomittamaan vain taseaseman korjaamiseksi. Mikäli taseasemaan perustuva pakkoselvitystilavelvollisuus poistuisi, voitaisiin vastaavasti yrityssaneerausmenettelyn päättyessä vallitsevan taloudellisen tilanteen vaatimuksia muuttaa.

### 3.3 Takaisinsaanti

Takaisinsaannin perusteella velkojat saatetaan tasavertaiseen asemaan velallisen varallisuuden nähden. Koska takaisinsaantia on käytetty menettelynä velkojen keskinäisen tasavertaisuuden saavuttamiseksi, se ei sellaisenaan sovellu selvitystilamenettelyyn, joka edellyttää, että kaikki velkojat voidaan tyydyttää täysimääräisesti. Osakkeenomistajalla on puolestaan käytettävissä OYL 12 luvun mukaiset keinot toisia osakkeenomistajia ja selvitysmiestä vastaan, mikäli varoja on jaettu väärin perustein. Näin ollen takaisinsaantimenettelyä ei vaikuttaisi olevan tarpeellista ulottaa selvitystilassa sovellettavaksi.

## 4. EHDOTUKSET

### 4.1 Kansainvälistä vertailua

Pakkoselvityssääntelyn osalta vertaileva tutkimus tulisi kohdistaa Ruotsiin, jonka osakeyhtiölakiin nykyinen voimassa oleva osakeyhtiölakimme on alkuaan suuresti perustunut. Myös muiden Pohjoismaiden säännökset tulisi tutkia.

EU-maista etenkin Saksan säännökset tulisi tutkia. Saksassa on 1.1.1999 tullut voimaan maksukyvyttömyysmenettelylaki, jonka lähtökohta on se, että vasta menettelyn alettua valitaan se, jatkuuko menettely yhtiön toiminnan terveyttämiseksi ja jatkamiseksi vai purkamiseksi ja varojen realisoinniseksi.<sup>60</sup> Mainitulla lailla on saattanut olla vaikutuksia Saksan yhtiölainsäädäntöön.

<sup>58</sup> HE 182/92 s. 62.

<sup>59</sup> OYL 13:2a

<sup>60</sup> Ks. yleisesitys asiasta HE 182/92 s. 13-14.



Anglosaksisella yhtiöoikeudella on varsin suuri kansainvälinen merkitys. Tämän vuoksi Englannin ja jonkun Yhdysvaltain osavaltion<sup>61</sup> yhtiölainsäädännön vertaileva tutkiminen saattaisi olla hyödyllistä tarkoituksenmukaisen pakkoselvitystilalainsäädännön laatimiseksi.

## 4.2 Selvitettäviä seikkoja

Edellä nykyistä pakkoselvitystilasääntelyä on kritisoitu. Pakkoselvitystilasäännöksen tarpeellisuus tulisikin selvittää sen nykyisen soveltamiskäytännön perusteella: Onko pakkoselvitystilasääntelyllä pystytty turvaamaan velkojien oikeudet estämällä luottotappioiden syntyminen ja osakkeenomistajien oikeudet estämällä koko sijoitetun pääoman menettäminen?

Velkojien ja osakkeenomistajien suojan parantamiseksi tulisikin mahdollisen kokonaisuudistuksen valmistelun yhteydessä selvittää vaihtoehtoina erikseen tai soveltuvin osin yhdessä:<sup>62</sup>

- voitaisiinko pakkoselvitystilasääntely kokonaan poistaa, myös yrityssaneerauksen osalta (OYL 13:2a), sillä tavoin kuin se nykyään on säännelty eli hallituksen velvollisuutena vahingonkorvausvastuun uhalla tuoda asia yhtiökokouksen käsiteltäväksi ja yhtiökokouksen velvollisuutena taseaseman niin edellyttäessä asettaa yhtiö selvitystilaan;
- olisiko osakepääoman huomattavan osan menettäminen käsiteltävä vain ilmoitusasiana yhtiökokouksessa, jolloin osakkeenomistajilla säilyisi aina vapaa päättävältä asiaan liittyvistä jatkotoimenpiteistä;
- tulisiko osakepääoman puoliskon tai muun huomattava osan menettäminen ilmaista tilintarkastuskertomuksessa, jotta velkojat voisivat paremmin havaita tarpeen arvioida velallisyhtiön luottokelpoisuutta;
- olisiko yhtiön hallitukselle asetettava velvollisuus asettaa tai esittää asetettavaksi maksukyvyttömyyden tai uhkaavasti maksukyvyttömyyden yhtiö selvitystilaan tai konkurssiin sen mukaan, arvioiko hallitus varojen ylittävän velat;
- tulisiko edellä mainittua hallituksen velvollisuutta tehostaa säätämällä vahingonkorvausvastuu tai jopa rikosoikeudellinen sanktio kriminalisoimalla toimiminen maksukyvyttömyyden osakeyhtiön hallituksessa tai toimitusjohtajana;
- olisiko OYL:iin mahdollisesti sisällytettävä määritelmät maksukyvyttömyydestä tai uhkaavasta maksukyvyttömyydestä ja säätää määritelmät toisin kuin nykyisessä maksukyvyttömyyslainsäädännössä;
- olisiko hallituksen toimenpiteet sidottavissa yhtiön kannattavuuteen siten, että laissa määritellyn kumuloidun tappiollisuuden jälkeen yhtiön hallituksella olisi vel-

<sup>61</sup> Esimerkkinä Delawaren yhtiölainsäädäntö.

<sup>62</sup> Ks. Rapakko LM 1994 s. 580: ”Velkojien ja muiden osakeyhtiön sidosryhmien suojaaminen kuuluu pääsääntöisesti konkurssioikeuden piiriin, jolloin erityiset konkurssin viivästyttämistä koskevat säännökset koskevat myös muita yhtiö- ja yritysmuotoja kuin Suomen osakeyhtiölain mukaan perustettuja osakeyhtiöitä. Velkojien ja muiden sidosryhmien sekä osakkeenomistajien informointi taas kuuluu kirjanpito- ja arvopaperimarkkinaoikeuteen, jossa säännellään muitakin yhtiö- ja yritysmuotoja kuin Suomen osakeyhtiölain mukaan perustettuja osakeyhtiöitä.

vollisuus toimintakertomuksessa, liitetietona tai muutoin esittää, että seuraavan tilikauden rahoitus on turvattu ja maksukyvyttömyys estettävissä, tai esittää yhtiökoukselle selvitystilaan asettamista ja

- onko perusteita, joiden vuoksi yksityisiin osakeyhtiöihin ja julkisiin osakeyhtiöihin sovellettavien säännösten tulisi olla erisisältöisiä.

Petri Taivalkoski

## RIIDANRATKAISU<sup>63</sup>

Tämä muistio on laadittu osakeyhtiölain (734 / 1978, ”OYL”) uudistamishankkeen yhteydessä. Muistion tarkoituksena on tarkastella lyhyesti yhtiöoikeudellisten riitojen ratkaisemiseen liittyviä kysymyksiä.

### 1. YLEISIÄ NÄKÖKOHTIA

Osakeyhtiöoikeudellisten riitojen pääasialliset ratkaisumuodot Suomessa ovat tavallinen tuomioistuinprosessi, välimiesmenettely ja ns. legaalinen (lakiin perustuva) välimiesmenettely. Valtaosa kaikista erimielisyyksistä ratkeaa kuitenkin epävirallisesti osapuolten välisissä neuvotteluissa, useimmiten ilman minkään menettelyn käynnistämistä, mutta toisinaan menettelyn aikana tai jopa lopullisen tuomion jälkeen.

Eri puolilla maailmaa on viime vuosikymmeninä ryhdytty kehittämään vaihtoehtoisia riidanratkaisumuotoja ”perinteisten” muotojen, oikeudenkäynnin ja välimiesmenettelyn rinnalle. Nämä englanninkielisellä lyhenteellä ADR (Alternative Dispute Resolution) tunnetut riidanratkaisumenetelmät ovat saavuttaneet erityisen suuren suosion liike-elämään liittyvien riita-asioiden ratkaisukeinoina mm. Yhdysvalloissa 1980-luvulla ja 1990-luvulta lähtien enenevässä määrin myös Euroopassa. ADR:n käyttö sai merkittävän sysäyksen eteenpäin Englannin viime keväisessä siviiliprosessiuudistuksessa, jossa se kytkettiin osaksi tuomioistuinprosessia. Muun muassa Kansainvälinen Kauppakamari (ICC) harmitsee parhaillaan vaihtoehtoisten riidanratkaisumenetelmien ottamista käyttöön välimiesmenettelyn rinnalle.

Vaihtoehtoisten riidanratkaisumenetelmien synty ja niistä erityisesti ulkomailla käyty keskustelu valottavat osaltaan perinteisten riidanratkaisumenetelmien eräitä kehitystarpeita. Näitä ovat mm. käsittelyaikojen lyhentäminen, osapuolten kustannusten madaltaminen, lopputuloksen ennakoitavuuden parantaminen ja tuomioistuimen (tai välimiesoikeuden) käytössä olevan keinovalikoiman laajentaminen. Liike-elämään liittyvien asioiden kannalta oikeudenkäynnin pitkä kesto on ongelmallista jo siitä syystä, että liike-elämän rytmi on yhä nopeampi ja tuotteiden elinkaari yhä lyhyempi. Vuosien kuluttua saatavalla ratkaisulla ei välttämättä ole osapuolille enää juurikaan arvoa. Mm. liiketoiminnan kansainvälistyminen ja tekniikan kehittyminen ovat omiaan monimutkaistamaan liike-elämään liittyviä riitoja, millä puolestaan on taipumus edelleen pidentää käsittelyaikoja, vähentää ennakoitavuutta ja lisätä kustannuksia.

Osakeyhtiölain uudistaminen on mittava hanke, jonka vaikutukset ulottuvat pitkälle tulevaisuuteen. Tästä syystä riidanratkaisupuoleen liittyvää pohdintaa ei ole syytä rajoittaa pelkästään olemassaoleviin menetelmiin ja niiden kehittämiseen, vaan harkittavaksi tulisi ottaa myös kokonaan uudenlaisten riidanratkaisumenetelmien hyödyntäminen. Tätä aihe-

---

<sup>63</sup> AA Petri Taivalkoski, Asianajotoimisto Roschier-Holmberg & Waselius

piiriä ei ole mahdollista tarkastella yksityiskohtaisesti tässä yhteydessä, mutta sitä sivutaan jäljempänä harkittaessa riidanratkaisun kehittämismahdollisuuksia. Tätä ennen luodaan aluksi lyhyt katsaus riidanratkaisun nykytilaan.

## 2. RIIDANRATKAISUTAPOJEN NYKYTILA

### 2.1 Yleisiä näkökohtia

Optimaalisen riidanratkaisumenetelmän valitseminen tiettyyn riitaan edellyttäisi tietoa riidan kohteesta, osapuolista ja muista asiaan liittyvistä olosuhteista. Mm. se, onko kyseessä suuri vai pieni rahamääräinen intressi, etupäässä oikeus- vai näyttökysymys ja kahden tasavertaisen osapuolen vai heikon ja vahvan osapuolen välinen riita vaikuttavat riidanratkaisutavalle asetettaviin vaatimuksiin.

Osakeyhtiöihin tavalla tai toisella liittyvissä riidoissa olosuhteet vaihtelevat hyvin paljon tapauksesta toiseen. Riita voi liittyä pieneen yksityiseen osakeyhtiöön tai kansantaloudellisestikin merkittävään julkisesti noteerattuun yhtiöön, kyse voi olla yksinomaan osakkeen käyvät hinnan määrittämisestä tai hyvin monimutkaisen rahoitusjärjestelyn pätevydestä ja osapuolina voi olla kaksi institutionaalista sijoittajaa tai piensijoittaja ja julkinen yhtiö. Näin ollen tietyn riidanratkaisumenetelmän edut ja haitat painottuvat varsin eri tavalla sen mukaan, minkälaisen yksittäistapauksen näkökulmasta niitä tarkastellaan.

Tarkasteltaessa riidanratkaisumenetelmiä yleisellä tasolla voidaan erottaa yhtäältä osapuolten käytössä yleisesti olevat menetelmät ja toisaalta osapuolten sopimukseen (tai rinnastettavaan mekanismiin) perustuvat menetelmät. Edellisillä tarkoitetaan tässä menetelmiä, jotka ovat osapuolten käytössä säännönmukaisesti, ilman erityisiä toimenpiteitä. Esimerkkinä voidaan mainita tavanomainen tuomioistuinprosessi osakeyhtiön hallituksen jäsenen vahingonkorvausvastuuta koskevassa asiassa tai legaalinen välimiesmenettely osakkeiden lunastusta koskevassa asiassa. Sopimukseen perustuvista menetelmistä tällä hetkellä ainoa täytäntöönpanokelpoiseen ratkaisuun johtava menetelmä on välimiesmenettely, joka voi perustua osapuolten erityiseen sopimukseen tai (tavallisimmin) yhtiöjärjestyksen määräykseen. Välimiesmenettelyn käyttöala on laaja, mutta tietyt asiat ovat sen ulkopuolella. Esimerkkinä näistä ovat väliaikaiset turvaamistoimet, joiden myöntämiseen välimiehillä ei Suomen oikeuden mukaan ole toimivaltaa.

Seuraavassa tarkastellaan lähemmin oikeudenkäyntiin (2.2), välimiesmenettelyyn (2.3) ja legaaliseen välimiesmenettelyyn (2.4) liittyviä näkökohtia yhtiöoikeudellisten riitojen näkökulmasta.

### 2.2 Oikeudenkäynti

Oikeudenkäyntiin yleisissä tuomioistuimissa liittyy asianosaisten kannalta se etu, että itse menettelystä ei peritä asianosaisilta merkittäviä maksuja. Sen sijaan asianosaisten omat oikeudenkäyntikulut ovat olleet viime vuosina nousussa, ja riski joutua hävinneenä korvaamaan vastapuolen oikeudenkäyntikulut muodostaa usein merkittävän kynnöksen oikeudenkäyntiin ryhtymiselle erityisesti asioissa, joissa on kyse pienehköstä rahamääräisestä intressistä.

Moniin muihin maihin verrattuna juttujen keskimääräisiä käsittelyaikoja voitaneen Suomessa pitää kohtuullisina, joskin vaihtelu on hyvin suurta. Esimerkiksi useisiin vuosiin venyvä alioikeuskäsittely vaikeassa ja laajassa riita-asiassa ei ole nykyisin mitenkään poik-

keuksellinen. Näin pitkä käsittelyaika saattaa muodostua jopa oikeusturvaongelmaksi.

Muutoksenhakumahdollisuus alioikeuden tuomioon on yksi oikeusturvan tae, ja tältä kannalta katsottuna etu. Toisaalta muutoksenhaku pidentää merkittävästi lopullisen ratkaisun saamista ja lisää kustannuksia sekä niihin liittyvää riskiä. Uuteen suulliseen hovioikeusmenettelyyn siirryttyä hovioikeusvaihe saattaa esimerkiksi kaksinkertaistaa prosessin ajallisen keston ja kustannukset.

Osapuolilla on nykyisin mahdollisuus sitovasti sopia, että alioikeuden tuomioon ei haeta muutosta. Tätä mahdollisuutta ei liene kovin laajalti käytetty hyväksi.

Suomessa ei ole varsinaisia liikeriitoin tai yhtiöoikeudellisiin riitoin erikoistuneita tuomioistuimia tai osastoja. Voidaan kysyä, missä määrin on realistista ajatella erikoistumattoman tuomioistuimen pystyvän pitämään yllä riittävää asiantuntemusta yhtiöoikeuden alueelta esimerkiksi yritysvaltauksen tai vastuukysymyksiin liittyvien laajojen ja vaikeiden asiakokonaisuuksien hallitsemiseksi. Kun uusia toimintatapoja kehittyi yhä nopeammin esimerkiksi yritysrahoituksen puolella, vaikuttaisi siltä, että jatkuva tuntuma osakeyhtiöoikeudellisiin kysymyksiin muodostuu yhä tärkeämmäksi edellytykseksi niihin liittyvien riitojen ratkaisemiselle asiantuntevasti ja kohtuullisessa ajassa.

Yksi tuomioistuinmenettelyyn liittyvä näkökohta on sen muotosidonnaisuus. Nykyisin pääsääntönä niin ali- kuin hovioikeudessaakin on suullinen menettely, ja mahdollisuudet rääätälöidä menettely vastaamaan tietyn asian tarpeita ovat rajalliset. Esimerkiksi oikeuskysymyksiin painottuneissa jutuissa tämä ei aina ole prosessiekonomisesti tarkoituksenmukaista.

### 2.3 Välimiesmenettely

Välimiesmenettely on menettelynä tuomioistuinprosessia joustavampi. Koska menettelyä ei ole yksityiskohtaisesti säännelty, asianosaisilla (ja/tai välimiehillä) on paremmat mahdollisuudet sovittaa se vastaamaan kyseessä olevan tapauksen olosuhteita. Toisaalta juridisen perustansa takia välimiesmenettely on tuomioistuinprosessia alttiimpi osapuolen menettelyn häiritsemiseen tähtääville toimille. Esimerkiksi toisiinsa liittyvien kanteiden kumuloiminen yhdessä käsiteltäviksi saattaa kaatua osapuolen vastustukseen, ja menettelyn läpiviemiseksi voidaan joutua turvautumaan tuomioistuinten apuun erinäisissä kysymyksissä, kuten todistajien kuulemisessa.

Välimiesmenettelyssä asianosaisten kustannuksia nostaa se seikka, että asianosaiset vastaavat välimiesten kuluista ja palkkioista pääsäännön mukaan puoliksi. Kustannuksia vähentää puolestaan muutoksenhakuvaiheen puuttuminen. Kustannusten määrään voidaan vaikuttaa merkittävästi esimerkiksi sopimalla yksijäsenisen välimiesoikeuden käytämisestä tai menettelyä yksinkertaistavista toimintatavoista (tosin tällaisten sopimusten tekeminen riidan synnyttyä on usein käytännössä hankalaa).

Välimiesmenettelyn käyttö ei ole soveliaista tilanteissa, joissa se muodostaisi kustannussyistä esteen oikeusturvan saamiselle. Näin saattaisi olla esimerkiksi silloin, kun piensijoittaja ajaa taloudelliselta intressiltään pienehköä vaatimusta suurta yhtiötä vastaan. Tällaisessa tapauksessa riidan välimiesmenettelyyn määrävä yhtiöjärjestysmääräys saattaa olla oikeustoimilain 36 §:n perusteella pätemätön. Mikään ei tosin estä ottamasta yhtiöjärjestykseen tällaisen tapauksen varalta määräystä, jonka mukaan yhtiö vastaa välimiesten kuluista ja palkkioista.

Välimiesmenettelyn keskeisiin etuihin kuuluu, että riitaa ratkaisemaan voidaan valita välimiehiä, joilla on asiasta erityistä asiantuntemusta. Edellä kohdassa 2.2 käsitellyistä syistä tämän näkökohdan merkitys tulee oletettavasti vielä kasvamaan myös yhtiöoikeudellisissa riidoissa.

## 2.4 Legaalinen välimiesmenettely

Legaalista välimiesmenettelyä voidaan pitää käyttökelpoisena ja toimivana tapana osakkeiden lunastuksen toteuttamiseen. Osakeyhtiölakiin sisältyvien erityissääntöjen nojalla välimiehen (tai välimiehet) määrää Keskuskaupparekisteri, kustannukset kantaa pääsääntö mukaan yhtiö tai osakkeiden lunastaja ja tuomioon voidaan hakea muutosta yleisissä tuomioistuimissa. välitystuomio ilmoitetaan rekisteröitäväksi kaupparekisteriin.

Vaikka legaalinen välimiesmenettely näyttää toimivan käytännössä hyvin, tulisi eräiden siihen liittyvien piirteiden tarkoituksenmukaisuutta harkita. Yksi tällainen piirre on moninkertainen muutoksenhakumahdollisuus. Ottaen huomioon välimiesten nimeämistapa saattaisi olla riittävää, että muutosta voitaisiin hakea yhden kerran, mahdollisesti vielä niin, että muutoksenhaku keskitettäisiin yhdelle tuomioistuimelle.

Toinen kysymys liittyy uskotun miehen rooliin osakeyhtiölain mukaisessa vähemmistöosakkeiden lunastuksessa. Nykyinen laki asettaa tarpeettoman tiukat rajat uskotun miehen oikeudelle sopia lunastuksesta poissa olevien osakkeenomistajien puolesta. Tämä saattaa johtaa tarpeettomiin välimiesmenettelyihin. Näitä kysymyksiä saattaisi olla syytä harkita uudelleen osakeyhtiölain uudistamisen yhteydessä.

## 3. RIIDANRATKAISUN KEHITTÄMISMAHDOLLISUUKSISTA

Edellä on jo otettu esiin eräitä konkreettisia kehittämismahdollisuuksia liittyen lähinnä legaaliseen välimiesmenettelyyn. Seuraavassa otetaan esiin eräitä ajatuksia yhtiöoikeudellisen riidanratkaisun kehittämismahdollisuuksista yleisemmin.

### 3.1 Sitomattomien menettelyjen hyödyntäminen

- Mahdollista jo nyt
- Sovintomenettelylausekkeen ottaminen yhtiöjärjestykseen
- Syntyneen riidan saattaminen sopimuksin riippumattoman asiantuntijan arvioitavaksi (sitomaton asiantuntijalausunto)
- Yhtiön osakkeenomistajien käyttöön asettama riidanratkaisupaneeli tmv.

### 3.2 Tuomioistuinten toimintamahdollisuuksien lisääminen

- Tuomarille mahdollisuus ohjata riita tuomioistuimen ulkopuoliseen sovintomenettelyyn / välimiesmenettelyyn / asiantuntijan lausunnolle tilanteen tätä vaatiessa
- Tuomioistuimen ratkaisupalikoiman kehittäminen
- Joustavuuden lisääminen noudatettavan menettelyn suhteen.

### 3.3 Tuomioistuinten erikoistuminen

- Yhtiöoikeuteen erikoistunut tuomioistuin / jaosto?
- Muutoksenhaun keskittäminen
- Edesauttaisi myös käsittelyaikojen lyhentämistä.

### **3.4 Välimiesmenettelyn sovellusten kehittäminen**

- Yksinkertaistettu / nopeutettu välimiesmenettely (esim. yksi välimies, rajoitettu määrä kirjelmiä / käsittelyjä, aikaraja)
- Yhtiön kustannuksella tapahtuva välimiesmenettely (esim. pienesakkeen omistajan vaatimuksia varten).

### **3.5 Sitomaton lautakuntamenettely**

- Suosituksia antavan lautakunnan perustaminen yhtiöoikeudellisia / arvopaperi-markkinaoikeudellisia asioita varten.

Dimitrios Himonas

## OSAKEYHTIÖLAKI JA ARVOPAPERIMARKKINAT<sup>64</sup>

Tämä muistio on laadittu oikeusministeriön osakeyhtiölain (734/1978, ”OYL”) uudistamishankkeen yhteydessä. Muistion tarkoituksena on lyhyesti tarkastella eräitä OYL:n (ja eräiden siihen liittyvien lakien) nykyisiä määräyksiä ja näiden kehittämismahdollisuuksia, erityisesti silmälläpitäen arvopaperimarkkinoita ja arvopaperimarkkinalain-säädäntöä.

### 1. SÄÄNTELYN TEKNINEN RATIONALISOINTI - LUNASTUSMENETTELY

Nykyisellään osakeyhtiön osakkeiden (ja niihin oikeuttavien arvopaperien) lakisääteinen lunastus voi tapahtua yhtäältä OYL 14:19-21 §:n mukaisessa menettelyssä ja toisaalta arvopaperimarkkinalain (495/1989, ”AML”) 6 luvun mukaisessa menettelyssä. OYL ja AML sekä mainitut säännökset on laadittu eri aikoina ja pitkälti toisistaan riippumatta eikä säännösten yhteensopivuutta tällöin välttämättä ole kaikilta osin ollut mahdollista harkita. Julkisen kaupankäynnin kohteena olevan yhtiön kyseessä ollessa AML:n mukaista lunastusta kuitenkin seuraa säännönmukaisesti OYL:n mukainen lunastus.

Näyttäisikin tarkoituksenmukaiselta yhtenäistää OYL:n ja AML:n lunastusta koskevat säännökset siten, että OYL:n mukainen lunastus voitaisiin ottaa huomioon jo AML:n mukaista lunastusta käynnistettäessä sekä välttää tarpeettomia päällekkäisiä tai toistensa kanssa ristiriidassa olevia menettelysääntöjä. Yhtenäistäminen olisi teknisesti toteutettavissa esimerkiksi keskittämällä kaikki lunastusta koskevat säännökset OYL:iin siten, että osa säännöksistä koskisi kaikkia yhtiöitä, osa vain julkisen kaupankäynnin kohteena olevia arvopapereita. Tämä mahdollistaisi mm. lunastusmenettelystä tiedottamista, määräaikojen laskemista sekä ääni-/omistusosuuteen luettavien osakkeiden määritelmiä koskevien säännösten yhtenäistämisen. Päinvastoin kuin AML:n mukainen lunastus, OYL:n mukainen lunastus ei nykyisellään koske osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita (optio-oikeuksia, optiolainoja ja vaihtovelkakirjoja), ellei mainittujen instrumenttien ehdoissa ole näin nimenomaisesti määritelty.

### 2. SÄÄNTELYN SISÄLLÖN KEHITTÄMINEN

#### 2.1 AML 1:2.1 § 1 kohta

---

<sup>64</sup> AA Dimitrios Himonas, Asianajotoimisto Roschier-Holmberg & Waselius



AML 1:2.1 § 1 kohdan määritelmän mukaisesti arvopaperina pidetään mm. todistusta, joka annetaan osakkeeseen liittyvästä merkintäoikeudesta. Kirjaimellisesti tulkittuna tämän voidaan katsoa tarkoittavan sitä, että oikeus ostaa osakkeita (päinvastoin kuin oikeus merkitä osakkeita) ei ole AML:n mukainen arvopaperi eikä siihen näin ollen sovelleta esimerkiksi AML:n tarjous- ja listalleottoesitettä koskevia määräyksiä.

Mainitun tyyppisiä osto-optioita kuitenkin tarjotaan yleisesti esimerkiksi osana kansainvälisten yritysten konserninsa työntekijöille (mukaan lukien suomalaiset työntekijät) tarjoamia kannustusohjelmia ja tällaisten osto-optioiden tarjoaminen työnantajayrityksen tai sen kanssa samaan konserniin kuuluvan yrityksen nykyisille tai entisille työntekijöille on kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetun lain (772/1988) uudessa 5:1a §:ssä (voimassa 1.11.1999 lähtien) nimenomaisesti hyväksytty. Rahoitustarkastus lienee käytännössä katsonut, että myös tämänkaltaisiin osto-optioihin voidaan ilman AML:n nimenomaista säännöstäkin soveltaa tarjousesitettä koskevia määräyksiä, ainakin siinä vaiheessa, kun oikeus ostaa osakkeita osto-option perusteella realisoituu. Tästä huolimatta olisi suotavaa ottaa AML:iin asiasta nimenomainen säännös.

## 2.2 OYL

### 2.2.1 OYL 3:12 § ym.

Julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan tilinpäätöksessä on esitettävä tiedot mm. kymmenestä yhtiön osakkeiden äänimäärästä ja kymmenestä yhtiön osakepääomasta eniten omistavasta osakkeenomistajasta sekä jokaisesta osakkeenomistajasta, jonka osuus ylittää 1/20 osan yhtiön osakkeiden äänimäärästä tai osakepääomasta (VMP Arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonanto velvollisuudesta 879/1995, 2.1 § 8 kohta).

Suomalaisten liikkeeseenlaskijoiden osakkeet ovat yhä enenevässä määrin julkisen kaupankäynnin kohteena myös Suomen ulkopuolella, erityisesti suomalais-ruotsalaisten rajat ylittävien yritysjärjestelyjen seurauksena. Osakkeiden kaupankäynti on tällöin yleensä järjestetty siten, että ulkomaisessa pörssissä kaupankäynnin kohteena oleva osake-erä on Suomessa hallintarekisteröitynä. Mikäli hallintarekisteröinnin hoitajana toimii suomalainen pankki ulkomaisen arvopaperikeskuksen lukuun, ei liikkeeseenlaskijayhtiöllä nykyisen lain arvo-osuusjärjestelmästä (826/1991) 28.3 §:n nojalla ole aukotonta mahdollisuutta saada tietoa osakkeenomistajista sikäli kuin mainittuja tietoja ei AML 2:9 §:n nojalla ole tullut julkistaa. Liikkeeseenlaskijan oikeus saada tietoja omistajistaan olisikin käytännössä helpommin järjestettävissä, mikäli Suomen Arvopaperikeskus Oy ("APK") arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain 28.1 §:n nojalla hyväksyisi hallintarekisterin hoitajaksi mainitun ulkomaisen arvopaperikeskuksen ilman, että hallintarekisteröinnin hoitajana arvopaperikeskuksen ja liikkeeseenlaskijan välissä toimisi esimerkiksi suomalainen pankki.

Mainittu järjestely mahdollistaisi myös sen, että ulkomailla asuva Suomen kansalainen voisi esimerkiksi kotivaltionsa pörssissä käydä kauppaa siellä listatun suomalaisen yhtiön osakkeilla. Nykyisellään tämän estää arvo-osuustileistä annetun lain (827/1991) 5a §, jonka mukaan ainoastaan ulkomaalaisen tai ulkomaisen yhteisön tai säätiön omistamat arvo-osuudet saadaan kirjata omaisuudenhoitotilille. Poikkeuksena mainitusta säännöstä on ainoastaan tilanne, jossa omaisuudenhoitotilin hoitajana on APK:n suostumuksella ulkomainen arvopaperikeskus tai muu ulkomainen yhteisö.

Suomalaisten noteerattujen yhtiöiden osakkeiden kaupankäyntiä ulkomaisessa pörssissä tulisi myös helpottaa mahdollistamalla ulkomaalaisen osakkeenomistajan osallistuminen yhtiökokoukseen ilman hallintarekisteröinnin purkamista. Nykyisellään yhtiökokoukseen osallistuminen edellyttää OYL 3a:11 §:n ja lain arvo-osuusjärjestelmästä 28.2 §:n nojalla hallintarekisteröinnin purkamista ja osakkeiden siirtämistä yhtiökokouksen ajaksi osakkeenomistajan nimiin avatulle suomalaiselle arvo-osuustilille, josta järjestelystä aiheutuu merkittävää lisävaivaa sekä vähintään usean sadan markan kustannukset per osakkeenomistaja per yhtiökokous. Kustannuksista vastannee käytännössä useimmiten liikkeenlaskija.

### 2.2.2 OYL 3a:16 §

OYL 3a:16 §:n mukaan yhtiö voi osake- tai muun annin yhteydessä päättää myydä ei-jaolliset merkintäoikeudet merkintään oikeutettujen lukuun AML:n mukaisessa julkisessa kaupankäynnissä tai, jollei tämä ole mahdollista, julkisella huutokaupalla. Nykyisellään määräys koskee vain merkintäoikeuksia.

Mikäli merkintäoikeudet eivät ole julkisen kaupankäynnin kohteena, ei niiden julkisessa kaupankäynnissä myyminen ole mahdollista. Tällöin yhtiön tulisi voida käyttää merkintäoikeudet ja myydä merkityt osakkeet julkisessa kaupankäynnissä niihin oikeutettujen lukuun.

### 2.2.3 OYL 4:2 §

OYL 4:2 §:n mukaan yhtiössä, jossa on useampia osakelajeja, antia pidetään suunnattuna jos toissijaista merkintäoikeutta ei anneta kenellekään osakkeenomistajalle. Käytännössä tämä johtaa siihen, että mainitunlaisessa annissa joudutaan noudattamaan suunnattua antia koskevia määräyksiä.

Voitaneen pitää epätarkoituksenmukaisena, että suunnattua antia koskevia säännöksiä, mukaan lukien selvitys ja lausunto merkintäetuoikeudesta poikkeamisen syistä, joudutaan soveltamaan antiin vain koska toissijaista merkintäoikeutta ei ole annettu.

### 2.2.4 OYL 4:4a §

Valtiovarainministeriön listalleottoesitettä (197/1998) ja tarjousesitettä (905/1994) koskevien päätösten mukaan esitteeseen tulee sisältyä mm. merkittävät tiedot liikkeenlaskijan liiketoiminnan kehityksestä viimeksi päättyneen tilikauden tai osavuositarkastuksen valmistumisen jälkeiseltä ajalta (listalleottoesite) tai tiedot liikkeenlaskijan liiketoiminnan viimeaikaisesta kehityksestä (tarjousesite).

Mainituista määräyksistä ainakin valtiovarainministeriön listalleottoesitettä koskevan päätöksen sisältövaatimuksia voitaneen pitää laajempina kuin OYL 4:4a §:ssä uusmerkinnan yhteydessä edellytettyä hallituksen selostusta tilinpäätöksen tai osavuositarkastuksen laatimisen jälkeisistä yhtiön asemaan olennaisesti vaikuttavista tapahtumista. Näyttäisi tarkoituksenmukaiselta yhtenäistää mainitut määräykset ainakin noteerattujen yhtiöiden osalta siten, että yhtiön ei tarvitsisi laatia kuin yksi selvitys, joka täyttäisi sekä OYL:n että AML:n mukaiset vaatimukset.

### 2.2.5 OYL 4:6 §

OYL 4:6 §:n mukaan hallitukselle annettavaan valtuutukseen toteuttaa osakeanti apporttiomaisuutta vastaan sovelletaan apporttiemissiota koskevia määräyksiä, mukaan lukien apporttia koskeva selvitys ja riippumattoman asiantuntijan lausunto. Mainittua lainkohtaa tulisi selventää siten, että selvitystä ja lausuntoa ei ole annettava valtuutus päätöksen yhteydessä, koska mainittu valtuutus päätös säännönmukaisesti on niin yleisluontoinen, ettei siitä mielekkäällä tavalla voitane antaa mainittua selvitystä ja lausuntoa.

### 2.2.6 OYL 4:7.1 §

OYL 4:7.1 §:n mukaan uusmerkinnän yhteydessä on merkintälistaan liitettävä tai merkittävien nähtävänä pidettävä jäljennökset korotuspäätöksestä, yhtiöjärjestyksestä, yhtiökokouksen valtuutus päätöksestä sekä OYL 4:4a.1 §:n ja 6.1 §:n mukaisista asiakirjoista.

AML sekä valtiovarainministeriön päätökset listalleottoesitteestä ja tarjousesitteestä asettavat liikkeeseenlaskijalle tiedonantovelvollisuuden, jota voitaneen pitää laajempaan kuin mainittua OYL:n mukaista tiedonantovelvollisuutta, joka näin ollen useimmiten muodostuu lähinnä tekniseksi lisärasitteeksi ilman, että sillä olisi osakkeenomistajille tai merkittävimmille erityistä informaatioarvoa. Tulisikin harkita voitaisiinko arvopapereiden AML:n mukaisen tarjoamisen yhteydessä yhdistää OYL 4:7.1 §:n ja AML:n mukaiset tiedonantovaatimukset.

### 2.2.7 OYL 7:1 § ym.

OYL 7:1 §:n mukaan tytäryhteisö ei pääsääntöisesti saa hankkia emoyhtiönsä osakkeita. Henkilöstön kannustusjärjestelmien yhteydessä on yleistä, että esimerkiksi optio-oikeuksia annetaan liikkeeseenlaskijan konserniyhtiölle tarjottavaksi myöhemmin konsernin nykyisille tai uusille työntekijöille. Kirjallisuudessa on suhtauduttu vaihtelevasti mainitun OYL 7:1 §:n kiellon soveltuvuuteen ainakin tilanteessa, jossa optio-oikeudet annetaan vastikkeetta eikä konserniyhtiö käytä optio-oikeuksia vaan optio-oikeudet joko jaetaan työntekijöille tai ne jäävät käyttämättä. Mainittu järjestely voidaan kyseenalaistaa mm. sillä perusteella, että liikkeeseenlaskijan hallitus tällöin käytännössä luovuttaa ainakin teoriassa konserniyhtiönsä johdolle päätäntävällän optio-oikeuksien jakamisesta. Asiasta olisi syytä ottaa selvät säännökset OYL:iin.

Vaihtoehtona konserniyhtiöjärjestelyn käyttämiselle voisi olla liikkeeseenlaskijan hallituksen valtuuttaminen optio-oikeuksien ehdoissa päättämään optio-oikeuksien jakamisesta yhdessä tai useammassa erässä ja tällöin myös päättämään optio-oikeuksien saajista ja kullekin jaettavien optio-oikeuksien määrästä, muiden ehtojen ollessa yhtiökokouksen määräämiä (ilman, että kysymyksessä olisi OYL 4:2a §:ssä tarkoitettu valtuutusanti).

Kaupparekisterin omaksuma tulkinta OYL 4:12c.1 §:stä (OYL 4:8a § 1 ja 2 mom., e contrario 3 mom.) johtanee kuitenkin siihen, että liikkeeseenlaskijan hallituksen jakamia optio-oikeuksia ei voida ilmoittaa rekisteröitäviksi useammassa erässä. OYL 4:12c.1 §:n viittausta OYL:ää olisi tältä osin ehkä syytä selventää sallimalla nimenomaisesti hallituksen valtuuttaminen yllämainitulla tavalla (ilman, että kysymyksessä olisi OYL 4:2a §:ssä tarkoitettu valtuutusanti) sekä optio-oikeuksien jakamisen rekisteröinti useammassa erässä. Ei liene erityisiä syitä, miksi konserniyhtiöjärjestelyä (jossa liikkeeseenlaskijan konserniyhtiön hallitus saa päättää optio-oikeuksien jakamisesta) tulisi suosia verrattuna järjestelyyn, jossa päätäntävalta optio-oikeuksien jakamisesta säilyy liikkeeseenlaskijan hallituksella.

Konserniyhtiöjärjestelyä koskevana liitännäiskysymyksenä tulisi AML:n osalta selventää mahdollinen velvollisuus laatia tarjousesite tilanteessa, jossa konserniyhtiö sittemmin tarjoaa esim. optio-oikeuksia uusille työntekijöille ajankohtana, joka saattaa olla hyvinkin kaukana alkuperäisen tarjousesitteen laatimisen jälkeen.

### 2.2.8 OYL 7:4 §

OYL 7:4 §:n mukaan omien osakkeiden hankkiminen muutoin kuin julkisessa kaupankäynnissä tai muutoin kuin osakkeenomistajien omistusten suhteessa edellyttää lähtökohdaisesti niiden osakkeenomistajien suostumusta, joiden osakkeita muutos koskee. Tämän voidaan tulkita tarkoittavan sitä, että yhtiö ei voisi hankkia omia osakkeitaan AML 6 luvun mukaisella julkisella ostotarjouksella ellei menettelyyn saataisi kaikkien osakkeenomistajien (joiden osakkeita ei hankita) suostumusta.

OYL:ia tulisi tältä osin selventää; ei voitane pitää tarkoituksenmukaisena sitä, että yhtiö ei voi käyttää julkista ostotarjousta keinona hankkia omia osakkeitaan ilman, että se olisi saanut menettelylle kaikkien osakkeenomistajien suostumuksen. Julkisella ostotarjouksella tapahtuvan omien osakkeiden hankinnan yhteydessä tulisi myös säännellä menettely ylitarjontatilanteissa.

Omiin osakkeisiin liittyy myös problematiikka listatun yhtiön mahdollisuudesta solmia johdannaissopimuksia, joissa kohde-etuutena ovat yhtiön omat osakkeet. OYL:n näkökulmasta mainittuihin johdannaissopimuksiin liittyvät ainakin kysymykset omien osakkeiden hankintamenettelyä koskevien OYL:n päätöksentekonormien soveltamisesta johdannaisiin, erityisesti kysymykset hankintapäätöksen tai valtuutuspäätöksen laajuudesta ja ajoituksesta.

Myös johdannaisten perusteella tapahtuvassa omien osakkeiden hankinnassa aktualisoituu edellä mainittu kysymys kaikkien osakkeenomistajien suostumuksesta tilanteessa, jossa osakkeita ei hankita julkisessa kaupankäynnissä tai osakkeenomistajien omistusten suhteessa.

### 2.2.9 OYL 7:6 §

OYL 7:6 §:n mukaan julkinen osakeyhtiö ei saa hankkia omia osakkeitaan siten, että yhtiölle ja sen tytäryhteisölle kuuluvien osakkeiden yhteenlaskettu nimellisarvo tai niiden tuottama äänimäärä hankinnan jälkeen olisi yli 5 % yhtiön osakepääomasta tai kaikkien osakkeiden äänimäärästä. Määräys johtaa käytännössä siihen, että hankittuaan mainitun 5 %:n osuuden, yhtiö joutuu odottamaan, että yhtiön seuraava yhtiökokous tekisi päätöksen yhtiölle hankittujen osakkeiden mitätöinnistä ennen kuin yhtiö voi hankkia lisää omia osakkeitaan.

Näyttäisi tarkoituksenmukaiselta sallia yhtiön ostaa enemmänkin kuin 5 % osakkeidensa nimellisarvosta tai äänimäärästä edellyttäen, että osakkeita jatkuvasti mitätöitäisiin siten, ettei yhtiön omistus koskaan ylitä 5 %. Tällöin tulisi myös olla mahdollista valtuuttaa yhtiön hallitus päättämään osakkeiden mitätöinnistä.



OIKEUSMINISTERIÖ

Liite 9

10.11.1998

3834/41/98 OM

OM0618:00/06/01/1998

Jakelussa mainituille

KOKONAISARVIO OSAKEYHTIÖLAIN (734/1978)  
UUDISTUSTARPEESTA JA EHDOTUS  
UUDISTUKSEN TOTEUTTAMISESTA

1. Johdanto

Vuoden 1997 osakeyhtiölakiuudistus (OYL-uudistus) koski yhtiöiden käytössä olevia rahoitusvälineitä, pääoman pysyvyyttä sekä varojenjaossa ja yritysraakenteen muuttamisessa käytettäviä keinoja. Uudistuksen pääpaino oli direktiivien voimaan saattamisessa. Vaikka uudistus oli laaja, siinä ei kiinnitetty erityistä huomiota lain rakenteeseen ja selkeyteen eikä muutostarpeeseen, joka liittyy yhtiön hallintoon, voitonjakoon, oman pääoman menetykseen (pakkoselvitystila), vastuusuhteisiin, oikeussuojakeinoihin, omistuksen ja johtamisen kansainvälistymiseen sekä osakeyhtiölain (OYL) ja arvopaperimarkkinasääntelyn suhteeseen. OYL-uudistuksen jälkeen on erityisesti työllistämisenäkökulmasta herätetty keskustelua siitä, onko ylipäättään tarpeen säätää vähimmäisosakepääomavaatimuksesta aivan pienimmissä osakkaan rajoitetulla vastuulla toimivissa yrityksissä.

Osakeyhtiöoikeudellinen sääntely vaikuttaa yritysten toimintaedellytyksiin. Sääntelyllä voidaan vaikuttaa sekä puhtaasti kotimarkkinayhtiöiden toimintamahdollisuuksiin että kansainvälistyneiden yhtiöiden sijoituspäätöksiin. Kotimarkkinayhtiöistä suurin osa on pieniä yhtiöitä, joilla on lukumääränsä ja toimialansa takia suuri työllistämispotentiaali. Useissa selvityksissä on pienyhtiönäkökulmasta ja sijoitusten houkuttelemisen kannalta kiinnitetty huomiota OYL:n selkeyteen ja toimivuuteen. OYL:ia laadittaessa ei ole ottaa huomioon yritysten toimintaympäristön kansainvälistymisestä seuraavia haasteita. Pienyritysnäkökulma puolestaan on jossain määrin unohdettu ilman erityistä syytä. Yhtiöoikeudellisen tutkimuksen kehittymisen myötä nykyään voidaan hahmottaa uudella tavalla esimerkiksi sääntelyn tehokkuutta.

Toisaalta yhtiölainsäädännöstä ei aiheudu sellaisia selkeästi yksilöitävissä olevia yhtiön hallinto- tai muita kuluja, jotka haittaisivat merkittävästi yritystoimintaa. Merkittäviä kuluja ei myöskään aiheudu yleensä yhtiön perustamisesta ja rekisteröinnistä.

Yhtiöoikeudellista sääntelyä voidaan kehittää yritysmuotoisempaan suuntaan siten, että muutos ei johda yhtiön sidosryhmien aseman heikkenemiseen. Edellä mainitut OYL:iin liittyvät epäkohdat ja tulevaisuuden haasteet puoltavat OYL:n kehittämistarpeen kokonaisarviointia.

Osakeyhtiölain kehittämistarpeen kokonaisarviointi on ilmeisesti ensimmäinen puhtaasti kotimaisiin kilpailukyky- ym. lähtökohtiin perustuva osakeyhtiölain laaja uudistus, jolla ei olisi välitöntä ulkomaista esikuvaa.

Yhtenäisvaluutta ja muut EU:ssa vireillä olevat hankkeet, jotka helpottaisivat yrityksen siirtymistä jäsenvaltiosta toiseen, mittaavat myös yhtiölainsäädäntömme kilpailukykyä suhteessa toisiin jäsenvaltioihin. Toisaalta yhtiölainsäädäntömme tulee olla kilpailukykyinen myös suhteessa yhteisön ulkopuolisten valtioiden lainsäädäntöön. Viimeksi sanotun tavoitteen saavuttaminen voi edellyttää jo annettujen yhtiöoikeudellisten direktiivien muuttamista, mikä on käytännössä osoittautunut vaikeaksi. Useissa EU:n jäsenvaltioissa on viime aikoina toteutettu tai käynnistetty osakeyhtiölainsäädännön uudistushankkeita sekä kotimarkkinayritysten että kansainvälisillä markkinoilla toimivien yritysten toimintaedellytysten kehittämiseksi.

Aiemmat osakeyhtiölainsäädännön uudistukset ovat olleet joko reaktioita havaittuihin ongelmiin tai uudistuksia on toteutettu osana pohjoismaista yhteistyötä tai Suomen lainsäädännön sopeuttamiseksi EY-sääntelyyn. Nyt tällaisia merkittäviä muodollisia syitä uudistukseen ei ole. Toisaalta tulevaisuuden haasteisiin vastaaminen edellyttää ja uudet keinot mahdollistavat sen, että toimiva yhtiölainsäädännön merkitys tehokkaan elinkeinopolitiikan edellytyksenä korostuu.

Osakeyhtiölain kehittämistarpeen kokonaisarviointia voitaisiin hyödyntää oikeusministeriön säädöspolitiikka-hankkeessa. Selkeämpi osakeyhtiölaki edistäisi yhtiö- ja verolainsäädännön yhteen sovittamista sekä talousrikosten torjuntaa.

Kokonaisarvioinnin tuloksena ilmenevät muutostarpeet voidaan toteuttaa joko asiakokonaisuuksiin jaettuina osittaisuudistuksina tai kerralla toteutettavana kokonaisuudistuksena.

Muutostarpeen kokonaisarviointi on syytä toteuttaa ja saattaa perusteelliseen julkiseen keskusteluun ennen varsinaisen lainvalmisteluhankkeen aloittamista. Näin voidaan varmistua hankkeen tarpeellisuudesta sekä ennakoida riittävän tarkasti mahdollisten uudistusten sisältö.

## 2. Toimeksianto

Lainsäädäntöneuvos Manne Airaksisen ja lainsäädäntöneuvos Jyrki Jauhiai-sen tehtäväksi annetaan laatia 31.12.1999 mennessä kokonaisarvio osakeyhtiölain uudistustarpeesta sekä tehdä ehdotus osakeyhtiölain uudistamisen tavoitteista, toteutustavasta, tarvittavista esiselvityksistä, organisoinnista, rahoituksesta ja aikataulusta. Suunnitteluhankkeen pysyviksi asiantuntijoiksi kutsutaan asianajaja Tomas Lindholm ja oikeustieteen tohtori, dosentti Pekka Timonen.

Valmistelussa on kuultava elinkeinoelämää edustavia tahoja, yrittäjille hallinto- ja rahoituspalveluita tarjoavia tahoja, patenti- ja rekisterihallitusta, rahoitus- ja verolainsäädännöstä vastaavia viranomaisia, verotuksesta ja rahoitusmarkkinoiden valvonnasta vastaavia viranomaisia, talousrikostutkinnasta vastaavia viranomaisia sekä muita sidosryhmiä, kuten palkansaajia edustavia järjestöjä.

Valmistelussa on otettava huomioon pienyhtiöitä ensi sijassa palveleva sääntelyn selkeyttäminen ja pääomavaatimuksen uudelleen arviointi sekä lähinnä suurempien yritysten kilpailuolosuhteita edistävät sisällölliset selkeytys- ja muutostarpeet. Muutostarpeet koskevat ensiksikin OYL:n yleisten periaatteiden esittämistä sekä sääntelyn rakennetta, tahdonvaltaisuutta ja yksityiskohtaisuutta, sekä suhdetta arvopaperimarkkinalakiin ja kansainvälistä soveltamisalaa. Yksityiskohtaisen sääntelyn osalta muutostarpeita liittyy uuden tietoliikennetekniikan hyväksikäyttöön osakasvallan käyttöön, yhtiön hallintoon, vastuusuhteisiin, voitonjaon edellytyksiin sekä pakkoselvitystilasääntelyn arviointiin suhteessa yleiseen maksukyvyttömyyssääntelyyn.

Oikeusministeri

Jussi Järventaus

Lainsäädäntöjohtaja

Mikko Könkkölä

JAKELU Lainsäädäntöneuvos Manne Airaksinen  
Lainsäädäntöneuvos Jyrki Jauhiainen  
Asianajaja Tomas Lindholm  
Oikeustieteen tohtori, dosentti Pekka Timonen

TIEDOKSI Valtiovarainministeriö  
Valtiovarainministeriö/neuvotteleva virkamies Rauno Niinimäki  
Kauppa- ja teollisuusministeriö  
Sosiaali- ja terveysministeriö, vakuutusosasto  
Työministeriö

Suomen Pankki  
Patentti- ja rekisterihallitus  
Verohallitus  
Kuluttaja-asiamies  
Rahoitustarkastus  
Kirjanpitolautakunta  
Keskusrikospoliisi  
Akava ry  
Toimihenkilökeskusjärjestö STTK ry  
Julkishallinnon ja talouden tilintarkastajat

Helsingin kauppakorkeakoulu  
Svenska Handelshögskolan  
Turun kauppakorkeakoulu  
Helsingin yliopisto, yksityisoikeuden laitos  
Lapin yliopisto, oikeustieteellinen tiedekunta  
Turun yliopisto, oikeustieteellinen tiedekunta

Arvopaperivälittäjien Yhdistys ry  
Hex Oy, arvopaperi- ja johdannaispörssi, selvitysyhtiö  
Kaupan Keskusliitto ry  
Keskuskauppakamari  
Kirjanpitoimistojen Liitto ry  
KHT-yhdistys ry  
Palvelutyöntekijät ry  
Osakesäästäjien Keskusliitto ry  
Suomen Ammattiliittojen Keskusjärjestö ry  
Suomen Arvopaperikeskus Oy  
Suomen Asianajajaliitto  
Suomen Kiinteistöliitto ry  
Suomen Pääomasijoitusyhdistys ry  
Suomen Lakimiesliitto ry  
Pankkiiriliikkeiden yhdistys ry  
Suomen Pankkiyhdistys ry  
Suomen Sijoitusanalyytikot ry  
Teollisuuslakimiesten yhdistys ry  
Suomen Vakuutusyhtiöiden Keskusliitto ry  
Suomen Yrittäjät ry  
Teollisuuden ja Työntekijöiden Keskusliitto TT ry  
HTM-tilintarkastajat ry





