

Share Issue to the Company without Payment and Use of Shares Issued to the Company without Payment from the Viewpoint of the Company and Some of Its Interest Groups

Juhani Laine

English Abstract

The purpose of the Finnish Companies Act 2006 was to increase operating freedom of Finnish companies limited by shares and to ensure that Finland has internationally competitive regulatory framework. One of the new opportunities brought by the new Act was the share issue to the company itself without payment. The aim of this article is to scrutinize what kind of advantages the new procedure and the use of shares registered in it will give and what kind of risks they might cause to the companies and their shareholders and creditors. Themes dealt with in this article are the procedure for the share issue to the company without payment, use of shares issued in that type of share issue, the compatibility of the EU Capital Directive with share issues without payment, the use of treasury shares from tax law perspective and, finally, the questions that the share issue to the company and use of shares created in it may raise from the viewpoint of shareholders and creditors.

In a share issue to itself, a company can create 'genuine' treasury shares which can later be transferred to the shareholders or other subscribers in a new share issue. The main objective behind this new opportunity was to make it easier to use treasury shares as a payment method in mergers and acquisitions. However, genuine treasury shares can be used for many purposes in the same manner than 'ordinary' repurchased treasury shares.

From a minority shareholder's point of view, the share issue to the company seems to be a safe procedure. New shares registered in a share issue to the company are governed by the provisions on treasury shares. Decision-making concerning the allotment of these shares in a share issue is similar than the decision-making process of a fresh issue of new shares. In most cases the treasury shares will not

have any impact on the position of shareholders before the transfer of those shares in a share issue. That is why the regulations concerning the share issues in general are more significant from the viewpoint of shareholder protection than the provisions concerning the share issue to the company. However, in some rare situations it might be possible that the share issue to the company itself has some effect on the value of the existing shareholdings. From creditor's standpoint it is remarkable that the subscription price paid for allotted treasury shares will be credited to the distributable assets of the company. Besides some other factors this gives reason to take a critical approach to the effectiveness of creditor protection through the solvency test adopted in the Finnish Limited Liability Companies Act 2006.

Full Article in Finnish

Maksuton osakeanti yhtiölle ja siinä annettujen osakkeiden käyttö yhtiön ja sen eräiden sidosryhmien kannalta

Asiasanat: yhtiöoikeus, osakeyhtiöt, osakkeet

1 Aluksi

Syyskuun 2006 alusta voimaan tulleen OYL:n (osakeyhtiölaki 21.7.2006/624) eräänä keskeisenä tavoitteena oli lisätä suomalaisten yhtiöiden toimintamahdollisuuksia¹ ja näin parantaa niiden kilpailukykyä yhä globaalimmaksi muuttuvassa taloudessa². Kokonaan uusiin toimintamahdollisuuksiin kuuluu OYL 9 luvun 20 §:ssä tarkoitettu maksuton osakeanti yhtiölle.

Mahdollisuutta käyttää ja pitää hallussaan valmiiksi rekisteröityjä omia osakkeita on pidetty yhtiöiden kannalta eri syistä hyödyllisenä. Tämän vuoksi aiemmin käytettävissä olleiden omien osakkeiden hankkimisen ja lunastamisen ohien haluttiin luoda uusi, kolmas tapa saada käyttöön jo re-

1 HE 109/2005 vp., s. 1 ja s. 16.

2 Ks. HE 109/2005 vp., s. 15–16.

kisteröityjä omia osakkeita – niin sanottuja *treasury-osakkeita*³ – mahdollista myöhempää osakeannissa tapahtuvaa edelleenluovuttamista varten.⁴ OYL 9 luvun 20 §:n mukaista osakeantia voidaan kuvata perinteisessä mielessä ymmärretyn osakeannin esitoimeksi ja osakeantiosakkeiden etukäteiseksi rekisteröinniksi⁵.

Omien jo rekisteröityjen osakkeiden antamisella voidaan välttää ”tavallisessa” osakeannissa annettavien uusien osakkeiden rekisteröintiin liittyvät muodollisuudet. Sallimalla yhtiöiden muodostaa valmiiksi rekisteröityjä omia osakkeita käyttöönsä itselleen suunnatun maksuttoman annin avulla voidaan saavuttaa sama päämäärä kuin omien osakkeiden hankkimisella, mutta ilman varojen siirtämistä yhtiön ulkopuolelle.⁶ Tällaisen etukäteisen valmiiksi rekisteröityjen omien osakkeiden muodostamisen on arvioitu olevan tarpeen lähinnä yrityskaupoissa, joissa omia osakkeita käytetään vastikkeena⁷ ja joissa on katsottu olevan tärkeää mahdollistaa sopiminen siitä, että osakeoikeudet alkavat välittömästi osakkeiden maksamisesta lukien.⁸

Tässä kirjoitelmassa pyritään esittämään OYL 9 luvun 20 §:n mukaisen annin tarkoitusta ja tavoitteita sekä mitä etuja sillä ja sen avulla yhtiön haltuun muodostettujen osakkeiden käyttämisellä voidaan saavuttaa yhtiön ja sen OYL:ssa suojattujen sidosryhmien – osakkeenomistajien ja velkojien – kan-

3 *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 82, käyttävät kyseistä ilmaisua OYL 9 luvun 20 §:n mukaisessa annissa yhtiölle annettavista osakkeista, minkä lisäksi he käyttävät s. 4 ja s. 149 sekä s. 257 samaa tarkoittaen myös ilmaisua ”aito treasury-osake”. Tätä terminologiaa noudattaen tässä kirjoituksessa tarkoitetaan jäljempänä treasury-osakkeella nimenomaan OYL 9 luvun 20 §:n mukaisesti yhtiölle maksutta annettua omaa osaketta. Huomattava kuitenkin on, että angloamerikkalaisessa yhtiöoikeudessa, josta kyseinen termi on peräisin, sillä tarkoitetaan yhtiön hallussa olevaa omaa osaketta yleensä, ks. esimerkiksi *Sheikh* 2008, s. 803 ss.

4 HE 109/2005 vp., s. 24 ja 112, OikM 2003:4, s. 58 ja 166, *Airaksinen* 2003, s. 953 sekä *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 531–532 ja *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 148. Toisaalta voidaan huomauttaa, että yhtiölle voi tulla omia osakkeitaan myös yrityskaupan seurauksena, jolloin yhtiölle itselleen suunnattu maksuton anti olisi neljäs tapa saada yhtiölle omia osakkeita, kuten *Immonen – Nuolimaa* 2007, s. 192, esittävät. Yrityskaupassa omat osakkeet tulevat yhtiölle kuitenkin eräänlaisena ”sivutuotteena”. Yrityskauppoja tuskin tehdään pääasiallisena tarkoituksena omien osakkeiden saaminen. Näin voidaankin yhtiölle suunnattua maksutonta antia, lunastamista ja hankkimista pitää ainoana ”varsinaisina” tapoina – menettelyinä, joiden päätarkoituksena on omien osakkeiden saaminen – saada yhtiölle sen omia osakkeita.

5 *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 532.

6 HE 109/2005 vp., s. 112, OikM 2003:4, s. 166 ja *Airaksinen* 2003, s. 958.

7 Muita esimerkkitalanteita yhtiölle suunnatun maksuttoman osakeannin käytölle ei lainvalmisteluaineistossa erikseen mainita, ks. HE 109/2005 vp., s. 24 ja s. 112 sekä OikM 2003:4, s. 58 ja s. 166.

8 *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 531–532.

nalta. Vastaavasti käsiteltäväksi tulee myös se, mitä ongelmia ja riskejä menettelyyn sekä siinä yhtiölle annettujen osakkeiden käyttöön mahdollisesti voi liittyä yhtiön tai sen edellä mainittujen sidosryhmien näkökulmasta. Tarkastelutapa on ensi sijassa lainopillinen. Pitkälti on kysymys huomioista, joita verraten uusi menettely *prima facie* eri näkökulmista herättää. Käytännön oikeuselämässä sille ja sen avulla muodostetuille osakkeille epäilemättä löydetään vastaisuudessa muitakin käyttötarkoituksia kuin nyt esitettävät. Toisaalta käytäntö voi tuoda menettelyyn liittyen esiin kokonaan muunlaisia ongelmia kuin ne, joihin tässä yhteydessä on kiinnitetty huomiota.

2 Mahdollisuuden käyttö

2.1 Annin järjestämismenettelystä

Toisin kuin suunnattuna antina toteutettava OYL 9 luvun 17 §:ssä tarkoitettu ”tavallinen” yhtiölle itselleen kohdistumaton anti, ei yhtiölle suunnatun maksuttoman annin järjestäminen edellytä minkäänlaisten erityisten aineellisten perusteiden tai edellytysten täyttymistä. Siihen ei OYL 9 luvun 20 §:n 1 momentin viimeisen virkkeen nojalla sovelleta suunnattua osakeantia koskevia säännöksiä. Tällaisessa annissa emittoitavien osakkeiden määrälle ei myöskään ole asetettu erityisiä rajoituksia lukuun ottamatta OYL 9 luvun 20 §:n 2 momentin säännöstä siitä, että julkinen osakeyhtiö ei voi päättää maksuttomasta annista itselleen siten, että yhtiöllä tai sen tytäryhteisöllä olevien omien osakkeiden yhteenlaskettu määrä olisi yli kymmenesosa kaikista osakkeista. Järjestämismenettely vastaa näin käytännössä hyvin pitkälti tavanomaista osakkeenomistajien etuoikeutta noudattaen järjestettävää maksutonta antia.⁹

Tätä on pidetty hyväksyttävänä siksi, ettei menettelyn ole katsottu vaikuttavan osakkeenomistajien suhteellisiin asemiin yhtiössä¹⁰. Yhtiön hallussa olevat omat osakkeet eivät tuota osakkeenomistajalle kuuluvia oikeuksia yhtiössä. Omia osakkeitaan saanutta yhtiötä ei näin voida pitää osakkeenomis-

9 Ks. käytännön järjestämismenettelystä tarkemmin esimerkiksi *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 532–533.

10 HE 109/2005 vp., s. 112 ja OikM 2003:4, s. 166. Samalla tavoin *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 532–533.

tajana osakkeen tuottamien oikeuksien subjektin merkityksessä.¹¹ Yhtiön itselleen maksutta antamien osakkeiden tuottamat osakeoikeudet eivät ala OYL 9 luvun 18 §:n 2 momentista ilmenevän pääsäännön mukaisesti rekisteröinnistä, vaan vasta siitä, kun osakkeet luovutetaan¹² edelleen yhtiön hallusta. Tällöin on taas sovellettava osakeantiin sovellettavia, kuten osakkeenomistajan merkintätuoikeutta ja siitä poikkeamista koskevia, säännöksiä¹³.

Mahdollisuus antaa osakkeita maksutta yhtiölle itselleen liittyy kiinteästi OYL:ssa pääsäännöksi omaksuttuun niin sanottuun aidosti nimellisarvottoon pääomajärjestelmään, jossa osakkeilla ja osakepääomalla ei ole yhteyttä toisiinsa, eikä osakkeiden antamiseen lähtökohtaisesti liity osakepääoman korottamista¹⁴. OYL 9 luvun 20 §:n mukaisessa menettelyssä onkin pääsääntöisesti kysymys ”aidosti” maksuttomien osakkeiden muodostamisesta: osakepääomaan ei siirretä mitään uusia varoja yhtiön sisältä eikä sen ulkopuolelta. Eri asia on, että menettelyn yhteydessä voidaan toteuttaa samanaikaisesti osakepääoman korottaminen OYL 11 luvussa tarkoitettuna rahastokorotuksena tai suorana osakepääomasijoituksena. Jos osakkeilla OYL 3 luvun 5 §:n 1 momentista ilmenevästä olettamasta poiketen on kuitenkin OYL 3 luvun 5 §:n 2 momentissa sallitulla tavalla nimellisarvo, on tällaiseen antiin yhdistettävä osakepääoman korotus, joka suuruudeltaan vastaa vähintään yhtiölle annettavien osakkeiden yhteenlaskettua nimellisarvoa¹⁵.

2.2 Annin käyttötilanteita

OYL 9 luvun 20 §:ää on perusteltu nimenomaisesti tarpeella muodostaa omia osakkeita käytettäväksi yrityskauppojen yhteydessä kaupan vastikkeeksi.

11 HE 109/2005 vp., s. 112 ja *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 533.

12 Jos osakkeet luovutetaan vastiketta vastaan, on tämä osakkeen merkintähinta OYL 9 luvun 16 §:n nojalla maksettava yhtiölle ennen osakkeen luovutusta, joten luovutuksensaajan osakeoikeudet voivat alkaa aikaisintaan osakkeen maksamisesta, ks. tästä HE 109/2005 vp., s. 110–111.

13 HE 109/2005 vp., s. 112, OikM 2003:4, s. 166 ja *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 533.

14 *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 253, luonnehtivat nimellisarvottomuuteen perustuvan pääomajärjestelmän ”ytiseksi” mahdollisuutta lisätä osakkeiden määrää korottamatta osakepääomaa ja toisaalta korottaa osakepääomaa antamatta osakkeita.

15 *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 532 ja vastaavasti myös *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2008, s. 897. Vrt. toisin kuitenkin *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 149 sekä s. 256–257.

na ostajayhtiön taholta¹⁶. Yrityskaupat¹⁷ ovat todennäköisesti yleisin tapauudelleenjärjestellä yrityksen omistus tai toiminta¹⁸. Sekä substanssikaupoissa, joissa kaupan kohteena on yrityksen liiketoiminnassaan käyttämä omaisuus, että omistuskaupoissa, joissa kaupan kohteena ovat – silloin kun kaupan kohde on osakeyhtiö – osakkeet, voidaan vastikkeena käyttää ostavan yhtiön osakkeita. Yhtiöoikeudellisesti kyseessä on tällöin suunnattu anti myyjälle. Annissa voidaan OYL 9 luvun 1 §:stä ilmenevällä tavalla käyttää joko uusia, annissa muodostettavia osakkeita tai yhtiön omia osakkeita. Tällaiset vastikkeena käytettävät ostajayhtiön omat osakkeet voivat näin olla myös yhtiön itselleen etukäteen muodostamia treasury-osakkeita.¹⁹

Treasury-osakkeiden käyttöä on, kuten kirjoituksen alussa jo on tullut esille, pidetty yrityskauppojen toteuttamisen kannalta hyödyllisenä mahdollisuutena lähinnä sellaisia tilanteita silmälläpitäen, joissa kaupan kohteen myyjän kannalta on merkityksellistä, että vastikkeena saatuihin ostajayhtiön osakkeisiin liittyvät osakeoikeudet ovat myyjän käytettävissä heti merkintähinnan maksusta lukien. OYL 9 luvun 20 §:n mukaisesti yhtiölle annettujen osakkeiden käyttö mahdollistaa tämän, sillä ne on rekisteröity valmiiksi yhtiön haltuun. Näin ne tuottavat saajalleen osakeoikeudet lähtökohtaisesti heti, kun ne on luovutettu yhtiön hallusta ja saaja on maksanut niiden merkintähinnan.²⁰ Lainvalmisteluaineistossa OYL 9 luvun 20 §:ää on perusteltu juuri tällaisilla yrityskauppoihin liittyvillä tilanteilla.²¹ Täysin mahdollisena voidaan kuitenkin pitää, että yhtiölle suunnatulle maksuttomalle osakeannille ilmenee käytännössä muitakin tarkoituksenmukaisia soveltamistilanteita. Onhan OYL:n esitöissä ”tavallisen” suunnatun maksuttoman osakeanninkin osalta todettu, että esitöissä erikseen mainittujen mahdollisten soveltamistilanteiden lisäksi yhtiökäytännössä ”voi tulla esille muitakin

16 HE 109/2005 vp., s. 24 ja s. 112, OikM 2003:4, s. 58 ja s. 166 sekä *Airaksinen* 2003, s. 953.

17 Yrityskaupoista saatetaan arkikielessä käyttää nimitystä yritysjärjestely, vaikka ne sinänsä eivät kuulu vero-oikeudessa kehittyneen yritysjärjestely-käsitteen merkityssisältöön. Lähemmin termin käytön kehityksestä ks. *Immonen* 2008, s. 1–3 ja s. 17 ss.

18 *Immonen* 2008, s. 17.

19 Tässä yhteydessä huomattakoon myös, että vaikka kaupan toteuttamisen keinot ovatkin yhtiöoikeudelliset, sovelletaan tällä tavoin toteutettuun sekä omistus- että substanssikauppaan muutoin osapuolten suoritusvelvollisuuden ja sen rikkomisen osalta kauppaan sopimuksena sovellettavan lain säännöksiä. Ks. lähemmin esimerkiksi *Immonen* 2008, s. 25 ss.

20 *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 531–533.

21 HE 109/2005 vp., s. 24 ja s. 112, vastaavasti OikM 2003:4, s. 166.

näihin rinnastettavia tilanteita”²², joissa kyseinen menettely on mahdollinen ja tarkoituksenmukainen.

Käytännössä onkin jo esiintynyt mahdollisuus hyödyntää maksutta yhtiölle annettavia osakkeita sellaisissa listautumisanneissa, joissa markkinapaikka on edellyttänyt, että sille listautuvien yhtiöiden liikkeelle laskemien osakkeiden tuottamat oikeudet ovat merkitsijöiden käytössä heti merkinnän tapahduttua. Tällöin OYL 9 luvun 20 §:n mukainen anti voi olla tarkoituksenmukaisin tapa listautumisen järjestämiseksi, sillä sen avulla voidaan listautumisen yhteydessä liikkeelle laskettavat osakkeet rekisteröidä valmiiksi yhtiön haltuun ennen listautumista. Listautumisen yhteydessä yhtiö voi sitten antaa merkittäväksi osakkeita, jotka tuottavat osakeoikeudet heti merkinnän ja merkintähinnan maksamisen tapahduttua.²³

Yrityskauppoihin liittyvien tilanteiden osalta voidaan puolestaan vielä tuoda esille kysymys siitä, onko niin sanotun vihamielisen eli kohdeyhtiön johdon vastustaman valtausyrityksen kohteeksi joutuneen yhtiön mahdollista hyödyntää OYL 9 luvun 20 §:n mukaista antia yritysvaltauksen torjunnassa²⁴. Suunnattua antiahan on voitu pitää eräänä mahdollisena yritysvaltauksen torjuntakeinona²⁵. Koska yhtiön omat osakkeet eivät tuota osakeoikeuksia, ei yhtiölle suunnattu anti sellaisenaan tarjoa mahdollisuutta yritysvaltauksen torjumiseen, vaan edellyttää jatkotoimenpiteekseen suunnatun annin, jossa yhtiön omat osakkeet luovutetaan edelleen halutulle taholle. Tällöin voidaan ajatella, että yhtiön haltuun muodostettujen valmiiksi rekisteröityjen osakkeiden antaminen voisi olla yritysvaltauksen torjuntatilanteessa ”tavallista” uusien osakkeiden antamiseen perustuvaa suunnattua antia no-

22 HE 109/2005 vp., s. 103.

23 Ks. tarkemmin KHO 2007:43.

24 Yritysvaltauksia saatetaan pyrkiä torjumaan eri keinoin, sillä ostajan määräysvallan taivoittelua ei välttämättä ole syytä pitää kohdeyhtiön edun mukaisena – käytännössä valtaus voikin johtaa siihen, että kohdeyhtiön varallisuusmassa pilkotaan ja realisoidaan nopeiden voittojen saamiseksi, ks. *Immonen* 2008, s. 20–21. Tällaisissa tilanteissa yritysvaltausta voidaan pitää kohdeyhtiön edun vastaisena, ja voidaan jopa ajatella, että valtaukselta suojautumista olisi OYL 1 luvun 8 §:n nojalla pidettävä johdon velvollisuutena. Toisaalta on usein katsottu, ettei yritysjohton tulisi puuttua valtausyritykseen, ja myös itse valtauksia on pidetty hyödyllisinä siten, että julkisen kaupankäynnin kohteena olevissa yhtiöissä yritysjohto on valtausuhan seurauksena pakotettu kiinnittämään huomiota yrityksen toiminnan kehittämiseen, ks. *Immonen* 2008, s. 20–21 sekä tarkemmin esimerkiksi *Kaisanlahti* 1999, s. 108–109. Kaikkiaan kohdeyhtiön johdon puuttumista yritysvaltauksiin voidaan, kuten *Immonen* 2008, s. 20, toteaa, pitää kiistanalaisena.

25 *Immonen* 2008, s. 22.

peampi menettely, kun annettavien osakkeiden osakeoikeudet olisivat voimassa heti merkintähinnan maksamisesta alkaen. Käytännössä niin uusien kuin treasury-osakkeidenkin antamiseen perustuva osakeanti voi kuitenkin tulla kyseeseen yritysvaltauksen torjunnassa hyvin poikkeuksellisesti, sillä valtaukselta suojautumista ja suunnatun annin perusteeksi kelpaamatonta kohdeyhtiön enemmistöosakkeenomistajien aseman suojaamista voi olla vaikea erottaa toisistaan²⁶.

Yrityskauppojen ulkopuolella OYL 9 luvun 20 §:n mukaisella annilla voi olla käyttöä muissakin tilanteissa, joissa tyypillisesti on pidetty tarkoituksenmukaisena sitä, että yhtiöllä on hallussaan omia osakkeitaan. Yleensäkin yhtiön haltuun maksutta muodostettuja omia osakkeita voidaan käyttää kaikenlaisia tarkoituksia varten järjestetyissä osakeanneissa yhtä lailla kuin annissa muodostettavia uusia osakkeita. Esimerkiksi maksuttomassa annissa yhtiölle itselleen annetut osakkeet voivat tulla käytettäväksi osakeperusteisten²⁷ johdon ja henkilöstön palkitsemisjärjestelmien sekä perheyhtiöissä

26 HE 109/2005 vp., s. 102–103 ja OikM 2003:4, s. 157, todetaan, että ”painavana taloudellisena syynä ei koskaan voida pitää osakekaupoista johtuvien omistussuhteiden muutosten estämistä tai tietyn osakkeenomistajan enemmistöaseman turvaamista.” Ks. myös vanhemmasta suunnattuja anteja koskevasta lainvalmisteluaineistosta HE 11/1992 vp., s. 14 ja KM 1990:44, s. 35–36. Kirjallisuudessa *Immonen* 2008, s. 22, toteaa, että ”[v]altauksen torjuminen on harvoin lain tarkoittama yhtiön kannalta painava taloudellinen syy”. Toisaalta esimerkiksi *Immonen – Lindgren* 2006, s. 164, katsovat, että annin suuntaaminen yritysvaltauksen torjumiseksi on ”hyväksyttävää, jos se edistää riittävästi yhtiön taloudellisia intressejä ja on yhtiön edun mukaista”. *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio* 2008, s. 823, ovat puolestaan todenneet, että ”[y]htiön kannalta painavana taloudellisena syynä ei ainakaan yleensä voida pitää sitä, että annin suuntaamisella pyritään lisäämään tiettyjen tahojen omistussuutta yhtiössä tarkoituksin, että he säilyttäisivät tai saisivat määräämisvallan – – [m]ainitunlaiset seuraukset eivät kuitenkaan sinänsä estä annin suuntaamista, jos menettelyyn on jollakin muulla perusteella yhtiön kannalta painava taloudellinen syy.” Yhtiön edun suurempi painoarvo osakkeenomistajien yhdenvertaiseen kohteluun nähden yritysvaltauksen torjunnan yhteydessä hyväksyttiin OYL:n voimaantuloa edeltävässä hovioikeuskäytännöstä, josta ks. tarkemmin *Huttunen* 2005, s. 106–110 ja s. 164–165.

27 Maksuttomien osakkeiden antamisen on katsottu ratkaisevan joitakin osakepalkkioihin aiemmin liittyneitä ongelmia, mutta kysymyksiä säilyivät edelleen muun muassa johdon sitouttamiseen tarvittava osakeomistuksen määrä ja kesto sekä se, missä määrin aiempien osakkeenomistajien omistuksen laimeneminen johdolle suunnattujen antien myötä voidaan hyväksyä, ks. lähemmin *Mähönen – Villa* 2006 I, s. 252–253. Kokonaan oma kysymyksensä on lisäksi se, kuinka tehokkaasti osakeperusteiset palkitsemisjärjestelmät yleensäkin sitouttavat johtoa yhtiöön.

sukupolvenvaihdokseen²⁸ liittyvien järjestelyjen yhteydessä. Kummassakaan tapauksessa juuri treasury-osakkeiden antamisesta tavanomaiseen tapaan osakeannissa muodostettavien uusien osakkeiden sijaan on tuskin erityistä etua, sillä ei liene huomattavan yleistä, että palkitsemisjärjestelmän osana osakkeen saaneella tai sukupolvenvaihdoksen tapahtuessa toimintaa jatkavalla olisi merkittävä intressi saada osakeoikeudet käyttöönsä välittömästi. Jos näin kuitenkin jossakin tapauksessa on, treasury-osakkeiden käyttö on tällöin tarkoituksenmukainen ratkaisu.

Erityisesti julkisten osakeyhtiöiden osalta yhtiölle suunnattu maksuton anti voi olla tarkoituksenmukainen vaihtoehto omien osakkeiden hankkimiselle arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöä koskevan riskin kannalta. Omien osakkeiden takaisinostaminen voi herättää erityisesti RL (rikoslaki 19.12.1889/39) 51 luvun 1 §:ssä tarkoitettua sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan epäilyn. Käytännössä yhtiön voi jopa olla vaikeaa hankkia omia osakkeitaan ilman riskiä sisäpiirintiedon väärinkäyttämistä, sillä yhtiön hallituksella, jonka jäsenet voivat yhtiön puolesta toimiessaan syyllistyä sisäpiirintiedon väärinkäyttöön, on aina hallussaan tietoa, jota sijoittajilla ei ole²⁹. RL 51 luvun 1 § ei sovellu yhtiölle suunnattuun maksuttomaan antiin, sillä siinä ei ole kyse tunnusmerkistöön kuuluvasta arvopaperin luovuttamisesta tai hankkimisesta taikka toisen neuvomisesta arvopaperia koskevassa kaupassa³⁰.

28 Toiminnan jatkajan näkökulmasta treasury-osakkeiden käyttö voi tulla kyseeseen silloin, kun toiminnan jatkaja toimii itse hallitsemansa yhtiön kautta ja ottaa vastaan luopujan toiminnan yrityskaupassa käyttäen vastikkeena yhtiönsä omia osakkeita. Vastaavasti voi tällaisten osakkeiden käyttö tulla kyseeseen myös silloin, jos sukupolvenvaihdos toteutetaan vaiheittain tehtävillä sarjatoimenpiteillä, joista yhden vaiheen muodostaa osakkeiden vaihtaminen luopujan ja jatkajan välillä, ks. *Immonen – Lindgren* 2006, s. 267–268.

29 *Häyrynen* 2006, s. 163. Paitsi sisäpiirintiedon väärinkäyttöä, myös RL 51 luvun 3 §:ssä tarkoitettua osakkeen kurssin vääristämistä koskeva kysymys voi tulla esille julkisen osakeyhtiön hankkiessa omia osakkeitaan vastikkeellisesti, ks. *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 371.

30 Sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistöstä ja sen tulkinnasta ks. tarkemmin *Häyrynen* 2006, s. 98 ss.

3 Menettelyyn liittyvien mahdollisten ongelmien arviointia

3.1 Yhteensopivuus Euroopan unionin yhtiöoikeudellisten direktiivien kanssa

OYL:n mukaisen aitoon nimellisarvottomuuteen perustuvan pääomajärjestelmän, joka mahdollistaa maksuttomien osakkeiden antamisen, yhteensopivuus pääomadirektiivin³¹ kanssa ei ole itsestään selvää. Tämä ei sinänsä ole yllättävää, sillä pääomadirektiivin sisältö perustuu pitkälti Euroopan yhteisöjen ensimmäisten jäsenvaltioiden mannereurooppalaiseen yhtiöoikeustraditioon³², kun taas nimellisarvottomuuteen perustuva pääomajärjestelmä on yhdysvaltalaisista alkuperää³³. Nykyisin esimerkiksi American Bar Associationin laatima yhdysvaltalainen malliosakeyhtiölaki MBCA (Model Business Corporation Act), joka on käytössä suuressa osassa Yhdysvaltojen osavaltioita³⁴, perustuu nimellisarvottomien osakkeiden käyttöön³⁵.

Maksuttoman osakkeen antamismahdollisuuden kannalta esteenä näyttää ensi sijassa olevan pääomadirektiivin 8 artikla, joka edellyttää, ettei osaketta saa antaa nimellisarvoa tai kirjanpidollista vasta-arvoa pienemmästä vastikkeesta. Toisin sanoen artiklassa on säädetty niin sanotusta *alikirssikiellosta*. Se ei edellytä osakkeilta nimellisarvoa, mutta sen on katsottu kieltävän osakepääomaan vaikuttamattoman eli aidosti nimellisarvottoman osakkeen antamisen ja sallivan ainoastaan ”epäaidosti” nimellisarvottomat osakkeet, joilla on tiettyä osuutta osakepääomasta edustava kirjanpidollinen vasta-arvo.³⁶ Artiklassa tarkoitettu nimellisarvo tai kirjanpidollinen vasta-arvo voi kuitenkin vaihdella eri osake-emissioissa, joten yhtiön perustamisen jälkeen järjestettävissä osakeanneissa on sallittua käyttää myös pienempää nimellis-

31 Neuvoston toinen direktiivi niiden takeiden yhteensovittamisesta samanveroiseksi, joita jäsenvaltioissa vaaditaan perustamissopimuksen 58 artiklan 2 kohdassa tarkoitetuilta yhtiöiltä niiden jäsenten sekä ulkopuolisten etujen suojaamiseksi osakeyhtiöitä perustettaessa sekä niiden pääomaa säilytettäessä tai muutettaessa 77/91/ETY.

32 Ks. *Werlauff* 2003, s. 302.

33 Yhdysvalloissa nimellisarvoton osake tuli ensimmäisen kerran käyttöön New Yorkin osavaltiossa 1912, minkä jälkeen niiden käyttö levisi useimpiin muihinkin osavaltioihin, ks. *Berle – Means* 1982, s. 143–144 ja s. 158–159. Ks. myös HE 109/2005, s. 20 ja OikM 2003:4, s. 53–54 sekä *Airaksinen* 2003, s. 960 ss.

34 Ks. MBCA 2007, s. ix.

35 Ks. MBCA 2007, s. 2-4 ja s. 6-18–6-19.

36 Ks. *Werlauff* 2003, s. 302–303.

arvoa tai kirjanpidollista vasta-arvoa kuin yhtiön perustamisen yhteydessä annettuihin osakkeisiin on sovellettu³⁷.

Pääomadirektiivin 8 artiklan asettaman osakkeiden nimellisarvoa tai kirjapidollista vasta-arvoa koskevan edellytyksen täyttämiseksi OYL:iin on otettu sinänsä vailla itsenäistä merkitystä oleva OYL 3 luvun 5 §:n säännös nimellisarvottoman osakkeen kirjanpidollisesta vasta-arvosta, jolla tarkoitetaan osakkeesta yhtiötä perustettaessa tai uusia osakkeita annettaessa osakepääomaan merkittävää määrää. Se voi vaihdella suuruudeltaan eri osakkeilla ja se voi olla myös *nolla*, jos osake annetaan maksutta tai sen koko merkintahinta merkitään sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon. Alikurssikieltoa ei nimellisarvottomia osakkeita annettaessa sovelleta.³⁸ Tässä järjestelmässä ei näin ole kysymys ”epäaidosti” nimellisarvottomista osakkeista, jollaisia olivat OYL:ia edeltäneen vuoden 1978 OYL:n (osakeyhtiölaki 29.9.1978/734) vuoden 1999 alusta voimaan tulleen muutoksen (L 13.11.1998/824) sallimat nimellisarvottomat osakkeet. Niiden kirjanpidollinen vasta-arvo edusti osakekohtaista osuutta yhtiön osakepääomasta ja oli kaikilla osakkeilla samansuuruinen.

OYL:n mukainen järjestelmä on sen valmisteluaineistossa katsottu pääomadirektiivin mukaiseksi. Keskeisenä perusteena tälle on esitetty, että pääomadirektiivin 8 artikla sallii osakkeen nimellisarvon tai kirjanpidollisen vasta-arvon vaihtelevan eri osakkeilla. Lisäksi artiklan olennaiseksi sisällöksi on katsottu ennen muuta, että ”osakepääomaan merkittävän määrän on vastattava vähintään määrää, joka yhtiötä perustettaessa tai osakkeita muuten vastiketta vastaan annettaessa ilmoitetaan osakepääomaan merkittäväksi”.³⁹

Aidosti nimellisarvottoman järjestelmän puolesta on myös huomautettu pääomadirektiivin 8 artiklan sijaitsevan yhtiön perustamista koskevien direktiivin säännösten yhteydessä, jolloin se ei välttämättä edes soveltuisi osakeantitilanteisiin. Samoin on todettu, ettei systemaattikaltaan heikosta direktiivistä käy ilmi, miten nimellisarvon tai kir-

37 KOM (2004) 730 lopullinen, s. 3.

38 Ks. HE 109/2005 vp., s. 22 ja s. 53, *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 122–125 ja *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 83–86 sekä alkuperäisestä lakiehdotuksesta, jossa osakkeella ei olisi nimellis- eikä kirjanpidollista vasta-arvoa, *OikM* 2003:4, s. 53–56 ja *Airaksinen* 2003, s. 948–950.

39 HE 109/2005 vp., s. 22.

janpidollisen vasta-arvon ja osakepääoman suhde tulisi yleensäkin järjestää.⁴⁰ Sitä, että pääomadirektiivin 8 artikla tulee sovellettavaksi myös osakeanteihin, on nyttemmin pidettävä selvänä jo komission pääomadirektiivin uudistamisen yhteydessä esittämän asiaa koskevan kannanoton valossa⁴¹.

OYL:n järjestelmän kannalta voidaan kuitenkin kysyä, onko siitä, että uuden osakkeen nimellisarvo tai kirjanpidollinen vasta-arvo voi olla aiempien osakkeiden vastaavaa alempi, pääteltävissä suoraan, että kirjanpidollinen vasta-arvo voisi olla myös nolla. Asiallisesti osakkeen nollaksi määritellyn kirjanpidollisen vasta-arvon voi katsoa merkitsevän samaa kuin että osakkeella ei ole lainkaan kirjanpidollista vasta-arvoa. Komissio on katsonut nimellisarvon ja kirjanpidollisen vasta-arvon voivan vaihdella eri osake-emisioissa, mutta sen esittämässä kannanotossa puhutaan – samoin kuin itse artiklan sanamuodossa – osakkeesta maksettavasta *vastikkeesta*, jonka täytyy olla vähintään kirjanpidollisen vasta-arvon tai nimellisarvon suuruinen⁴².

Komission esittämän kannan tausta-ajatuksena ilmeisesti onkin, että osakkeesta olisi aina annettava jonkin suuruinen osakepääoman korotukseksi merkittävä vastike. Pääomadirektiivin 8 artiklan mukaisen alikurssikiellon aineelliseksi sisällöksi voitaisiin näin tulkita, ettei osaketta saa antaa pienemmästä vastikkeesta kuin osakkeen suhteellinen osuus sen antamisen yhteydessä toteutettavan osakepääoman korottamisen määrästä. Kun OYL 9 luvun 20 §:n mukaisessa annissa annetun osakkeen kirjanpidollinen vasta-arvo lähtökohtaisesti on nolla, eikä siitä makseta mitään vastiketta, ei OYL 9 luvun 20 §:n mukaisen menettelyn yhteensopivuus pääomadirektiivin 8 artiklan kanssa näin välttämättä näyttäyty yhtä selvänä kuin OYL:n esitöissä on haluttu esittää. Sama koskee luonnollisesti myös maksuttoman osakkeen antamista yhtiön ulkopuolelle.

Jos OYL 9 luvun 20 §:n mukaisen annin kanssa samanaikaisesti toteutetaan osakepääoman korotus, ei menettely sen sijaan vaikuta pääomadirektiivin 8 artiklan vastaiselta. Kyseinen artikla ei kuitenkaan ole direktiivissä ainoa, jolla voisi olla merkitystä OYL 9 luvun 20 §:n kannalta. Yhtiölle suunnatun

40 *Airaksinen* 2003, s. 964–965. Ks. myös OYL-jatkovalmistelu, s. 4.

41 Ks. KOM (2004) 730 lopullinen, s. 3.

42 Ks. KOM (2004) 703 lopullinen, s. 3.

annin kannalta ongelmallisena näyttäytyy myös pääomadirektiivin 18 artikla, jonka mukaan yhtiö ”ei saa itse merkitä omia osakkeitaan.”

Tähän ongelmaan löydetty ratkaisu on samankaltainen kuin pääomadirektiivin 8 artiklan ja aidosti nimellisarvottoman pääomajärjestelmän muodolliseksi yhteensovittamiseksi muodostettu OYL 3 luvun 5 §:n mukainen kirjanpidollisen vasta-arvon käsite. OYL:ssa omaksuttu osakemerkinnän käsite kattaa ainoastaan vastiketta vastaan tapahtuvan osakkeiden vastaanottamisen. Näin on voitu todeta, ettei yhtiölle suunnatussa maksuttomassa annissa lainkaan merkitä osakkeita, ja tällä perusteella katsoa menettely pääomadirektiivin 18 artiklan mukaiseksi.⁴³ Perustelun on avoimesti todettu olevan muodollinen⁴⁴.

Omien osakkeiden – ja emoyhtiön osakkeiden – merkitseminen, eli OYL:n käsitteistön mukaan ottaminen osakeannissa vastiketta vastaan, on kielletty OYL 15 luvun 14 §:ssä. Omaksutun osakemerkinnän käsitteen kannalta tarpeettomasti kyseisen lainkohdan sanamuoto kieltää omien osakkeiden ”vastiketta vastaan” tapahtuvan merkinnän. Jos merkinnän katsotaan tarkoittavan vain vastiketta vastaan tapahtuvaa osakkeiden ottamista, voidaan OYL 15 luvun 14 §:n kiellon ilmaisua ”vastiketta vastaan merkitä” pitää tarpeetonta toistoa sisältävänä. Voitaisiin puhua pelkästään merkinnästä. Toisaalta kirjallisuudessa on kuitenkin käytetty verbiä ”merkitä”⁴⁵ myös yhtiölle suunnatun maksuttoman osakeannin yhteydessä, mitä vasten voi tätä OYL 15 luvun 14 §:ään otettua ilmaisua pitää myös selventävänä.

Kokonaisuutena OYL:n mukaista pääomajärjestelmää siihen sisältyvine erilaisine maksuttoman osakkeen antamismahdollisuuksineen voidaan asiassällöltään pitää vähintäänkin huonosti yhteensopivana pääomadirektiivin kanssa. Asiasta on kuitenkin mahdollista esittää argumentteja puolesta ja

43 Ks. HE 109/2005 vp., s. 112 ja s. 145 sekä OikM 2003:4, s. 166.

44 *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 377. Perustelua voidaan kuitenkin pitää siinä suhteessa loogisena, että ennen OYL:n voimaantuloa omien osakkeiden saamista rahastoannissa pidettiin sallittuna, eikä sitä myöskään tietävästi pidetty pääomadirektiivin vastaisena, ks. esimerkiksi *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio* 2002, s. 517 ja s. 521.

45 *Airaksinen* 2003, s. 958.

vastaan⁴⁶. Aidosti nimellisarovottomien osakkeiden salliminen oli esillä pääomadirektiivin viimeisintä muutosdirektiiviä⁴⁷ valmisteltaessa⁴⁸. Lisäksi OYL:n valmistelun aikana komissio antoi ymmärtää, ettei se tulisi puuttumaan jäsenvaltioiden mahdollisesti omaksumiin nimellisarovottomiin pääomajärjestelmiin⁴⁹. Tämän valossa OYL:n järjestelmä tuskin voikaan tuottaa ongelmia mahdollisen direktiivin vastaisuutensa vuoksi⁵⁰.

OYL:n valmistelun aikana esitetty arvio siitä, että yleiseurooppalainen kehitys jo lähivuosina veisi kohti aitoa nimellisarovottomuutta⁵¹, näyttää sen sijaan liioitellulta. Pääomadirektiivin edellä mainittu uusiin muutosdirektiivi säilytti 8 artiklan ennallaan. Euroopan unionin muista jäsenmaista aidosti nimellisarovottomaan pääomajärjestelmään siirtymistä on esitetty Ruotsissa sekä Isossa-Britanniassa, mutta molemmissa sen on katsottu olevan pääomadirektiivin vastainen^{52, 53}.

46 Sitä, onko nimellisarovotton pääomajärjestelmä, jossa osakkeen ja osakepääoman yhteys on katkaistu, pääomadirektiivin mukainen vai ei, on eurooppalaisella tasolla pidetty yleisesti epäselvänä, ks. *Werlauff* 2003, s. 302–303 ja Report of the High Level Group, s. 82–83 ja s. 90. Suomalaisessa viimeaikaisessa kirjallisuudessa on, sikäli kuin järjestelmän pääomadirektiivin mukaisuutta ylipäätään on käsitelty, tyydytty viittaamaan lainvalmisteluaineistossa esitettyyn, ks. esimerkiksi *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 85. Poikkeuksena tästä on kuitenkin OYL:n järjestelmää pääomadirektiivin vastaisena pitänyt *Toiviainen* 2006, s. 52 ss.

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

48 Ks. KOM (2003) 284 lopullinen, s. 18 ja Report of the High Level Group, s. 83. Ks. myös *Werlauff* 2003, s. 82.

49 OYL-jatkovalmistelu, s. 4, todetaan, että ”komission kanssa käytyjen alustavien keskustelujen mukaan komissiolla ei ole syytä eikä aikomusta puuttua eri jäsenvaltioiden pääomajärjestelmiin niin kauan kuin osakepääoman pysyvyys on järjestetty [pääoma] direktiivissä esitetyllä tavalla.”

50 Yleisesti Euroopan unionin oikeuden etusijasta sekä sen välittömästä vaikutuksesta ja tulkintavaikutuksesta suhteessa kansalliseen oikeuteen ks. esimerkiksi *Ojanen* 2006, s. 69 ss. Pääomadirektiivin eräillä artikloilla – osakepääoman korottamista koskeva 25 ja osakkeenomistajien etuoikeutta koskeva 29 – on Euroopan yhteisöjen tuomioistuimen ratkaisukäytännössä katsottu olevan välitön vaikutus, ks. tarkemmin *Dine – Koutsias* 2009, s. 279 sekä *Werlauff* 2003, s. 77 ss.

51 *Airaksinen* 2003, s. 966.

52 Ruotsin osalta, ks. tarkemmin Prop. 2004/05:85, s. 213, vrt. SOU 2001:1, s. 208. Ison-Britannian osalta ks. esimerkiksi *Sheikh* 2008, s. 97 ja s. 618–619.

53 Tässä yhteydessä mainittakoon eräänä esimerkkinä ”yleiseurooppalaisesta kehityksestä” Euroopan unionin uusien keski- ja itäeurooppalaisten jäsenvaltioiden tarpeisiin laadittu malliyhtiölaki, joka perustuu pääomadirektiivin mukaisina selvästi pidettävien nimellisarovon ja alikurssikiellon käyttöön, ks. *Dine – Koutsias – Blecher* 2007, s. 214 ja s. 227–228.

3.2 Vero-oikeudellisen sääntelyn vaikutus

OYL:n tullessa voimaan treasury-osakkeen käyttömahdollisuuksia rajoitti voimakkaasti verolainsäädäntö. Jos yrityskauppa, jollaisia silmälläpitäen mahdollisuus treasury-osakkeiden muodostamiseen oli otettu OYL:iin, tuli toteutettavaksi EVL (laki elinkeinotulon verottamisesta 24.6.1968/360) 52 f §:ssä tarkoitettuna osakevaihtona⁵⁴ tai EVL 52 d §:ssä tarkoitettuna liiketoimintasiirtona⁵⁵, ei omien osakkeiden käyttö mainittujen lainkohtien sanamuodon mukaan ollut mahdollista. Kaikissa EVL:n mukaisissa yritys-järjestelyissä edellytettiin uusien osakeannissa muodostettavien osakkeiden käyttämistä.⁵⁶ Verolainsäädännöstä johtuen OYL:n tarjoamat uudet toimintamahdollisuudet olivat näin osin ainoastaan näennäisiä. Syntynyt oikeus-tila oli hyvä esimerkki niin sanotusta lainsäädännön sektorikohtaisuudesta, jolla viitataan kunkin sektorin lainsäädännön pyrkimykseen edistää oman sektorinsa tavoitteita, mistä seuraa ristiriitaisuuksia muuhun lainsäädäntöön nähden⁵⁷.

Tilanne muuttui vasta tammikuun 2009 alusta voimaan tulleen EVL:n muutoksen (L 30.12.2008/1077) myötä, jolla EVL:n tarkoittamissa yritys-järjestelyissä sallittiin uusien osakkeiden ohella myös yhtiön hallussa olevien omien osakkeiden käyttäminen vastikeosakkeina. Muutoksella pyrittiin joustavoittamaan yritys-järjestelyjen toteuttamista.⁵⁸ Samassa yhteydessä muutettiin muun muassa myös veronalaiseen tuloon kuulumattomia eriä säätelevää EVL 6 §:ää siten, ettei yhtiön omien osakkeiden luovutuksesta saama vastike ole yhtiölle veronalaista tuloa. Treasury-osakkeiden luovuttamisen osalta korkein hallinto-oikeus oli jo aiemmin katsonut, ettei niitä luovutettaessa saatavaa vastiketta ole pidettävä yhtiön veronalaisena tulona, vaan yhtiölle verovapaana pääomasijoituksena⁵⁹. Treasury-osakkeiden

54 EVL:n mukaiseen osakevaihtoon ei tule sekoittaa sellaista omistuskauppaa, jossa vastikkeena käytetään ostajayhtiön omia osakkeita, mutta joka ei muutoin täytä EVL 52 f §:n osakevaihdon määritelmää. Tällaista menettelyä voidaan luonnehtia yksityisoikeudelliseksi osakevaihdoksi, kuten *Mähönen – Säiläkivi – Villa* 2006, s. 557, tai muunlaisiksi osakkeiden vaihtamiseksi, kuten *Immonen – Lindgren* 2006, s. 273. EVL:n mukaisesta osakevaihdosta ks. lähemmin *Immonen* 2008, s. 359 ss.

55 EVL:n mukaisesta liiketoimintasiirrosta lähemmin ks. *Immonen* 2008, s. 317 ss.

56 Ks. esimerkiksi *Mähönen – Säiläkivi – Villa* 2006, s. 556–558.

57 Ks. *Mähönen – Villa* 2009, s. 170.

58 Ks. HE 176/2008 vp., s. 21–22 ja s. 33.

59 KHO 2007:43. Tätä ennen omien osakkeiden luovuttamisesta saatavaa vastiketta oli pidetty yhtiön verotettavana elinkeinotulona, ks. KHO 2003:19 ja Veroh 6/1997.

ja muiden yhtiön omien osakkeiden luovutuksen kohtelu on näin yhtiön tuloverotuksen kannalta nyt yhdenmukainen.

Nyt mainittu EVL:n muutos ei kuitenkaan merkinnyt samalla muutosta varainsiirtoverotukseen, jossa pääsääntönä on, että luovutuksensaajan on suoritettava varainsiirtovero saamistaan osakkeista myös siinä tapauksessa, että kyse on treasury- tai muiden yhtiön omien osakkeiden saamisesta osakeannissa⁶⁰. Tältä osin uusien osakkeiden ja treasury-osakkeiden antaminen eivät ole edelleenkaan samassa asemassa, vaan verotus voi muodostaa esteen treasury-osakkeiden käytölle.

3.3 Treasury-osakkeiden käyttö osakkeenomistajan kannalta

3.3.1 Osakeoikeudet

Osakkeenomistajien kannalta yhtiölle itselleen suunnattua maksutonta antiä on pidetty neutraalina, koska osakkeenomistajien suhteelliset asemat yhtiössä eivät muutu sen seurauksena⁶¹. Yhtiön annissa saamat osakkeet ovat OYL 15 luvussa tarkoitettuja yhtiön omia osakkeita. Annilla ei näin ole vaikutusta liikkeellä eli osakkeenomistajien omistuksessa olevien osakkeiden tuottamiin suhteellisiin taloudellisiin tai hallinnollispitoisiin oikeuksiin. Menettelyn johdosta yhtiöön ei tule lisää varoja, mutta sen varoja ei myöskään jaeta osakkeenomistajille tai muille tahoille.⁶²

Vertailukohtana osakkeiden antamiselle yhtiölle itselleen voidaan esittää muut mahdolliset keinot saada yhtiölle omia osakkeita: hankkiminen ja lunastaminen. Kummassakin näistä on kyse yhtiön varojen jakamisesta, mistä syystä niitä koskevat säännökset on sijoitettu OYL:n varojen jakamista kos-

60 Vastaavasti yhtiö on velvollinen maksamaan varainsiirtoveron hankkimistaan tai lunastamistaan omista osakkeistaan. Poikkeuksena varainsiirtoverovelvollisuuteen ovat arvopaperipörssissä tapahtuvat luovutukset. Ks. VeroH 6/1997.

61 HE 109/2005 vp., s. 112 ja OikM 2003:4, s. 166 sekä kirjallisuudessa samalla tavoin esimerkiksi *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 532 ja *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 149. Osakkeenomistajien suhteellisten asemien ennallaan säilymisen ja siihen perustuvan suunnattuun antiin muuten liittyvien edellytysten, kuten yhtiön kannalta painavan taloudellisen syyn ja päätöksentekoon liittyvän määränemistövaatimuksen, sivuuttamisen johdosta on voitu katsoa, ettei yhtiölle suunnattu anti itse asiassa olisi oikeastaan lainkaan suunnattu anti, *Immonen – Nuolimaa* 2007, s. 154.

62 Ks. *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 150–151 ja s. 257.

kevaan osaan⁶³. Näihin menettelyihin liittyvät osakkeenomistajien yhdenvertaista kohtelua koskevat kysymykset vältetään yhtiölle itselleen suunnatussa annissa, jossa yhtiön varoja ei jaeta.

Yhtiölle suunnattua antia voidaankin lähtökohtaisesti pitää yksittäisen osakkeenomistajan osakeoikeuksien kannalta turvallisena menettelynä. Sillä ei ole vaikutusta yksittäisen osakkeen yhtiössä tuottamiin oikeuksiin, ja osakkeenomistajat päättävät sen kautta yhtiölle tulleiden omien osakkeiden edelleen luovuttamisesta samassa järjestyksessä kuin uusien osakkeiden antamisesta osakeannissa. OYL 9 luvusta ilmenevällä tavalla omien osakkeiden luovuttamisessa yhtiön ulkopuolelle on kyse osakeannista aivan samoin kuin uusien osakeannissa muodostettavienkin osakkeiden antamisessa.

Treasury-osakkeiden muodostaminen yhtiön haltuun voi kuitenkin olla riskialtista yksittäisen osakkeenomistajan tai näiden vähemmistön kannalta siinä tapauksessa, että näitä osakkeita annetaan yhtiölle huomattava määrä verrattuna sen jo liikkeellä oleviin osakkeisiin tai että uudet osakkeet poikkeavat oikeuksiltaan merkittävästi aiemmista jo liikkeellä olevista osakkeista. Yksityisessä osakeyhtiössä omien osakkeiden muodostamista yhtiön haltuun ei ole määrällisesti rajoitettu. Lisäksi osakelajille voidaan, toisin kuin vuoden 1978 OYL:n voimassaoloaikana, jolloin osakkeen äänimäärä ei saanut olla suurempi kuin kaksikymmentä kertaa toisen osakkeen äänimäärä⁶⁴, yhtiöjärjestyksessä määrätä toista osakelajia korkeampi äänimäärä vailla mitään määrällistä rajoitusta. Tilanne on nyt tältä osin sama kuin aiemmin vuoden 1895 OYL:n (laki osakeyhtiöistä 2.5.1895/22) aikana.⁶⁵ Osakkeenomistajavähemmistön näkökulmasta treasury-osakkeiden suuri määrä

63 *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 II, s. 75–77. Hankkimisessa on aina kyse varojen jakamisesta osakkeenomistajille, lunastamisessa taas siinä tapauksessa, että se tapahtuu vastiketta vastaan.

64 Rajoituksen tarkoituksena oli osakkeenomistajien suojaaminen estämällä yhden vain vähän pääomaa yhtiöön sijoittaneen tahon mahdollisuus hallita yhtiötä täysin moniääniosakkeiden avulla, ks. HE 27/1977 vp., s. 9 ja s. 60.

65 Kirjallisuudessa esitetyistä äänieroja koskevista esimerkeistä ks. *Mähönen – Villa* 2006 III, s. 89–90 sekä *Bernitz* 2006, s. 164. Vuoden 1895 OYL:n aikaista vastaavaan oikeustilaan palaamista on OYL:n esitöissä perusteltu sillä, että ”[s]uurimman mahdollisen äänivaltaeron rajoittamiseen johonkin mielivaltaisesti määräytyvään suhdelukuun, kuten nykyään yhden suhde kahteenkymmeneen, ei ole nähty perusteita”, HE 109/2005 vp., s. 70 ja lähes samanasaisesti OikM 2003:4, s. 121–122. Tätä vastaan voidaan kuitenkin huomauttaa, että yhtä lailla olisi mahdollista pitää kaikkia muitakin osakeyhtiölainsäädännön sisältämiä suhde- tai muun tietyn luvun mukaan määräytyviä rajoituksia tai edellytyksiä ”mielivaltaisina”.

tai niihin liittyvät poikkeukselliset oikeudet voivat muodostaa uhan heidän oikeuksiensa merkittävästä laimenemisesta, jos nämä treasury-osakkeet luovutetaan suunnatussa annissa esimerkiksi jollekin jo enemmistöasemassa olevalle osakkeenomistajalle taikka yhtiön ulkopuoliselle taholle. Niin kauan kuin treasury-osakkeet pysyvät yhtiön hallussa, ei niillä kuitenkaan ole vaikutusta aiemmin liikkeelle laskettujen osakkeiden tuottamiin suhteellisiin oikeuksiin yhtiössä.

Mahdolliset ongelmat vähemmistöosakkeenomistajien kannalta liittyvätkin näin ensi sijassa varsinaisen, yhtiön ulkopuolelle kohdistuvan osakeannin järjestämiseen, eivätkä siihen ovatko annissa emittoitavat osakkeet treasury-osakkeita vai uusia osakeantiosakkeita. Yhtiölle suunnatussa maksuttomassa annissa muodostettavat osakkeet on kuitenkin lähes kaikissa tapauksissa tarkoitus luovuttaa edelleen osakeannissa. Periaatteessa on toki mahdollista, että maksuttomassa annissa yhtiölle tulleet omat osakkeet pidetään yhtiöllä koko sen olemassaoloajan, mutta tämä tuskin koskaan on tarkoituksena osakkeita yhtiölle annettaessa. Treasury-osakkeiden mitätöimiseen voinee puolestaan käytännössä olla tarvetta vain julkisissa osakeyhtiöissä sellaisissa tilanteissa, joissa niitä koskevat omien osakkeiden hallussa pitämistä koskevat määrälliset rajoitukset vaativat tietynmääräistä omien osakkeiden mitätöintiä⁶⁶.

Maksuttomassa annissa yhtiölle tulleiden osakkeiden luovuttaminen edelleen voi vaikuttaa osakkeenomistajien asemaan yhtiössä, sillä tässä tilanteessa niiden tuottamat oikeudet ”heräävät eloon”: ennen luovutusta yhtiön hallusta treasury-osake onkin vasta eräänlainen ”ei-vielä-osake”. Treasury-osakkeiden luovuttaminen yhtiön hallusta vastaa osakkeenomistajien kannalta uusien osakkeiden antamista.⁶⁷ Jos tällaiset osakkeet luovutetaan yhtiön aiemman osakkeenomistajapiirin ulkopuolelle, laimenee aiempien osakkeenomistajien osuus yhtiön osakkeiden tuottamista oikeuksista⁶⁸. Tässäkin jaksossa jo mainitulla tavalla tällaisten osakkeiden luovuttamiseen sovelle-

66 *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 257.

67 Ks. HE 109/2005 vp., s. 99 ja s. 112, OikM 2003:4, s. 152–153 ja s. 166, *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 477 ja s. 532–533 sekä *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 148 ja s. 257–258.

68 Ks. esimerkiksi *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 486.

taan OYL:n osakeantia koskevia säännöksiä⁶⁹. Siinä tapauksessa, että osakkeet luovutetaan aiempien osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poiketen, mikä on tilanne esimerkiksi käytettäessä tällaisia osakkeita vastikkeena yrityskaupassa, tulevat näin sovellettavaksi aiempien osakkeenomistajien asemaa suojaavat suunnattua antia koskevat muun muassa päätöksenteon määräänemistää ja yhtiön kannalta olemassa olevaa painavaa taloudellista syytä koskevat säännökset.

Yksittäisen osakkeenomistajan aseman ei voinekaan katsoa olevan treasury-osakkeita luovutettaessa sen huonompi tai parempi kuin uusia osakeanti-osakkeita annettaessa. Oma asiansa onkin sen sijaan kysymys siitä, onko yksittäisen osakkeenomistajan ja osakkeenomistajien vähemmistöjen oikeussuoja otettu riittävällä tavalla huomioon OYL:n osakeantia ja erityisesti suunnattua osakeantia koskevissa sekä niihin vaikuttavissa säännöksissä. Esimerkkeinä tältä kannalta mahdollisesti ongelmallisia piirteitä sisältävistä OYL:n ratkaisuksista voidaan mainita mahdollisuus poiketa osakkeenomistajan merkintäetuoikeudesta yksityisessä osakeyhtiössä yhtiöjärjestyksen määräyksellä, mahdollisuus maksuttoman osakeannin suuntaamiseen⁷⁰ sekä jo

69 Tältä kannalta *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 257, toteavat harhaanjohtavasti, että ”[y]htiön haltuun suunnatulla maksuttomalla osakeannilla tulleet osakkeet voidaan luovuttaa osakeannissa maksua vastaan – [n]e voidaan myös myydä tai tarvittaessa mitätöidä.” Treasury-osakkeiden myyminen eli luovuttaminen maksua vastaan tapahtuu aina maksullista osakeantia koskevien säännösten mukaisesti eli käytännössä maksullisessa osakeannissa; tällaisia osakkeita ei näin voi vain ”myydä” samalla tavoin kuin esimerkiksi yhtiön omistuksessa olevia toisen yhtiön osakkeita tai yhtiön omistuksessa olevia esineitä. Tällainen mahdollisuus merkitsisi käytännössä suunnattua osakeantia koskevien säännösten kiertämistä, jos yhtiö voisi ensin antaa itselleen maksuttomia osakkeita, ja tämän jälkeen yksinkertaisesti ”myydä” ne haluamalleen taholle.

70 Suunnatun maksuttoman osakeannin salliminen sai osakseen kritiikkiä vielä OYL:n valiokuntakäsittelyn aikana, ks. TaVM 7/2006 vp., s. 5–6. OYL 9 luvun 17 § vertautuu pitkälti vuoden 1895 OYL:n aikaiseen oikeustilaan. Tuolloin suunnattua rahastoantia pidettiin sallittuna, ks. esimerkiksi *Huttunen* 2005, s. 43 ja s. 52.

edellä tässä jaksossa esille tullut erilajisten osakkeiden tuottaman äänimäärän suurinta sallittua eroa koskevasta sääntelystä luopuminen⁷¹.

OYL:n mukainen periaate soveltaa osakeantia koskevia säännöksiä niin yhtiön omien kuin uusienkin osakkeiden luovuttamiseen on yksittäisen osakkeenomistajan aseman kannalta vastaava kuin syyskuun 1997 alusta voimaan tulleesta (L 14.2.1997/145) vuoden 1978 OYL 7 luvun 7 §:stä ilmennyt periaate, jonka mukaan yhtiölle kuuluvien omien osakkeiden luovuttamiseen sovellettiin soveltuvin osin, mitä osakepääoman korotuksesta oli säädetty.

Tilanne osakkeenomistajan aseman kannalta oli heikompi vuoden 1997 uudistusta edeltäneessä vuoden 1978 OYL:ssa. Tuolloin yhtiölle rahastoannissa tulleiden osakkeiden luovuttamisesta ei ollut säännöksiä, jolloin niiden luovuttamisesta päättämisen katsottiin kuuluvan hallituksen toimivaltaan⁷². Huomattava kuitenkin on, ettei omien osakkeiden saaminen osakeannissa vastikkeetta kuulunut vuoden 1978 OYL:n aikana yhtiöiden yleisiin toimintamahdollisuuksiin, vaan saattoi tulla kysymykseen vain rajoitetuissa tilanteissa⁷³. Omien osakkeiden saamista rahastoannissa, joka muistuttaa nykyistä omien osakkeiden saamista yhtiölle suunnatussa maksuttomassa annissa, ei toisaalta kuitenkaan ilmeisesti pidetty mitenkään erityisen ongelmallisena tilanteena⁷⁴.

71 Kirjallisuudessa rajoituksen poistamista onkin myös kritisoitu, ks. *af Schultén* 2006, s. 313 sekä *Toiviainen* 2006, s. 60–61. Osakkeiden erilajistaminen äänimäärän perusteella on ennen muuta pohjoismainen ilmiö, ks. *Bernitz* 2006, s. 161. Tätä taustaa vasten on kiintoisaa havaita, että Ruotsissa toteutetun osakeyhtiölainsäädännön uudistamisen yhteydessä keskustelua on käyty siitä, tuleeko osakkeiden välisiä äänieroja sallia lainkaan, ja lopulta pitäydtytty moniääniosakkeiden sallimisessa siten, että yksi osake saa tuottaa toiseen verrattuna enintään kymmenkertaisen äänimäärän, ks. Prop. 2004/05:85, s. 248 sekä *Skog* 2006, s. 130–131. Suomessa harkittiin vielä 1990-luvulla suurimman sallitun äänivaltaeron kaventamista Ruotsissa noudatetun sääntelyn mukaiseksi, ks. KM 1992:32, s. 239–240. Myös vuoden 1978 OYL:n valmisteluvaiheessa suunniteltiin aluksi suurimmaksi sallituksi äänivaltaeroksi yhden suhdetta kymmeneen, ks. KM 1969 A 20, s. 117.

72 Ks. KM 1992:32, s. 252–253.

73 Omien osakkeiden saaminen rahastoannissa lienee ollut mahdollista vuoden 1978 OYL:n aikana lähinnä siinä tapauksessa, että osakkeita on annettu omia osakkeitaan omistavalle yhtiölle merkintäetuoikeuden nojalla tai – vuoden 1978 OYL:n sanamuodon mukaan tosin kielletyssä – kaikkien osakkeenomistajien suostumuksin järjestetyssä suunnatussa rahastoannissa.

74 Rahastoanti mainittiin usein vain eräänä tilanteena, jossa yhtiö saattoi vastikkeetta saada haltuunsa omia osakkeitaan, ks. *Kyläkallio – Iivola – Kyläkallio* 2002, s. 517 ja s. 521 sekä KM 1992:32, s. 253.

3.3.2 Osakeomistuksen arvo

Yhtiölle suunnatun maksuttoman osakeannin on katsottu olevan neutraali paitsi aiempien osakkeenomistajien osakeoikeuksien, myös näillä olevien osakkeiden arvon kannalta⁷⁵. Osakkeen arvo ei kuitenkaan ole yhtä yksiselitteisesti määriteltävissä kuin osakkeen tuottamat oikeudet. Osakkeen arvolla voidaan tarkoittaa esimerkiksi osakkeen käypää hintaa, jollaisena lähtökohteisesti pidetään osakkeiden markkinoilla määräytyvää markkinahintaa. Se voidaan myös määrittää teoreettisesti tuottoarvona tai substanssiarvona. Paitsi osakkeidensa myyntiä harkitsevalle osakkeenomistajalle, on osakkeen arvolla ja sen määrittämisellä merkitystä yksittäiselle osakkeenomistajalle muun muassa erilaisissa osakkeen lunastustilanteissa. Niistä useissa lunastaminen tapahtuu osakkeen käypään arvoon⁷⁶, mutta esimerkiksi yhtiöjärjestykseen otettuun lunastuslausekkeeseen perustuvassa osakkeiden lunastuksessa käypä hinta lunastushintana on OYL 3 luvun 7 §:n mukaan ainoastaan oletama niitä tilanteita varten, joissa yhtiöjärjestyksessä ei ole määrätty muuta lunastushintaa⁷⁷.

Osakkeen tuottoarvo on koko yhtiön tuottoarvo jaettuna sen osakkeiden lukumäärällä. Sitä laskettaessa ei oteta huomioon yhtiön itsensä omistamia omia osakkeita. Tällaisia osakkeita ei myöskään oteta lukuun laskettaessa osakkeen substanssi- eli likvidaatioarvoa, jolla tarkoitetaan yhtiön nettovallisuuden arvoa jaettuna osakkeiden lukumäärällä.⁷⁸ Verotuksessa käytettäväksi tarkoitettu ArvostamisL:n (laki varojen arvostamisesta verotuksessa 22.12.2005/1142) 2 §:ssä määritelty osakkeen matemaattinen arvo merkitsee osakkeen arvon laskemista substanssiarvona⁷⁹. ArvostamisL:n sanamuodon mukaisesti vain yhtiön lunastamat ja hankkimat omat osakkeet jätetään ottamatta huomioon osakkeen matemaattista arvoa laskettaessa. Sen tulkin-

⁷⁵ *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 150.

⁷⁶ Näin on OYL:iin perustuvista tilanteista esimerkiksi sulautuvan yhtiön osakkeiden lunastuksessa, jota jakautumisessa vastaa jakautumisvastikkeen lunastaminen, sekä OYL 18 luvun mukaisissa vähemmistöosakkeenomistajien lunastustilanteissa.

⁷⁷ Kuten *Airaksinen – Pulkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 134, toteavat, käytännössä esiintyy hyvin monenlaisia määräyksiä lunastushinnan määrittelemisestä. Lunastushinnaksi voidaan näin määrätä esimerkiksi osakkeen matemaattinen arvo tai – nimellisarvoisessa järjestelmässä – osakkeen nimellisarvo taikka yhtiöjärjestykseen otetun laskukaavan avulla määritetty arvo.

⁷⁸ Tarkemmin tuotto- ja substanssiarvon laskemisesta ks. *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio* 2008, s. 285–287.

⁷⁹ Ks. tarkemmin esimerkiksi *Mähönen – Villa* 2009, s. 434–436.

naksi on kuitenkin muodostunut, ettei myöskään yhtiölle maksuttomassa annissa tulleita omia osakkeita tällöin oteta huomioon⁸⁰. Tämä sopii yhteen sen OYL:n järjestelmän lähtökohdan kanssa, jonka mukaan yhtiölle maksuttomassa annissa tulleisiin osakkeisiin sovelletaan yhtiön omia osakkeita koskevia sääntöjä. Yhtiölle suunnatulla maksuttomalla osakeannilla ei näin ole vaikutusta sen paremmin osakkeen substanssi- tai matemaattiseen arvoon kuin tuottoarvoonkaan.

Yhtiölle annettavan maksuttoman osakkeen vaikutus tai vaikuttamattomuus yhtiön osakkeen käypään arvoon ei sen sijaan välttämättä ole yhtä helposti osoitettavissa. Yhtiölle itselleen suunnatulla maksuttomalla annilla on todettu voivan olla vaikutusta yhtiön osakekohtaisten tunnuslukujen laskemiseen⁸¹. Sijoittajat saattavat käyttää osakekohtaisesti laskettuja tunnuslukuja sijoituspäätöksensä pohjana, vaikkakin yksittäisten tunnuslukujen voidaan katsoa osoittavan osakkeen arvostusta vain varsin karkeasti⁸². Yhtiölle suunnatulla maksuttomalla annilla saattaisi tältä kannalta olla vaikutusta sen osakkeen arvostukseen. Osakekohtaisten tunnuslukujen kautta välittyvä vaikutus osakkeiden arvoon on ymmärrettävästi relevantti lähinnä julkisesti noteerattujen yhtiöiden osalta, mutta mahdollisena voinee pitää vastaavanlaista vaikutusta osakkeen arvostukseen myös muissa yhtiöissä.

Käytännön esimerkkinä tästä voidaan hahmottaa tilanne, jossa yhtiön vähemmistöosakkeenomistaja on kiinnostunut luopumaan osakeomistuksestaan ja myymään sen yhtiön ulkopuoliselle. Jos yhtiö antaa itselleen omia osakkeitaan, joita voidaan olettaa olevan tarkoitus myöhemmin antaa yhtiön ulkopuolelle suunnatussa annissa, voi mahdollinen yhtiön osakkeista kiinnostunut yhtiön ulkopuolinen ostaja ottaa huomioon yhtiölle maksutta annetut osakkeet, niiden lukumäärän ja niiden tuottamat oikeudet verrattuna aiemmin liikkeelle laskettuihin osakkeisiin sekä niiden yhtiön ulkopuolelle antamisen aiheuttaman suunnattuun antiin muutenkin liittyvän aiempien osakkeiden laimenemisen jo etukäteen ennen yhtiölle maksuttomassa annissa tulleiden osakkeiden antamista yhtiön ulkopuolelle siinä hinnassa, jonka hän on valmis maksamaan yhtiön vähemmistöosakkeista.

80 *Immonen* 2008, s. 311.

81 *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 152.

82 Ks. tunnuslukujen merkityksestä sijoittajalle esimerkiksi *Lauriala* 2001, s. 191–192.

Tällaisessa tilanteessa yhtiölle suunnatulla maksuttomalla annilla voisi olla vaikutusta osakkeitaan myyvän vähemmistöosakkeenomistajan osakeomistuksen arvoon ja samalla osaltaan myös vähemmistöosakkeiden tosiasialliseen vaihdettavuuteen⁸³.

Ääritapauksessa on ajateltavissa, että määräävä osakkeenomistaja voisi jopa käyttää väärin maksutonta antia yhtiölle tarkoituksenaan estää vähemmistöosakkeiden luovutus mahdolliselle ostajalle ja pakottaa vähemmistössä oleva osakkeenomistaja luovuttamaan osakkeensa määräävässä asemassa olevalle osakkeenomistajalle alihintaan. Menettelyn tällainen mahdollinen vaikutus osakeomistuksen arvoon ennen osakkeiden luovuttamista edelleen yhtiön hallusta olisi kuitenkin joka tapauksessa ilmeisen tilannesidonnaista sekä vaikeasti määritettävissä⁸⁴.

Treasury-osakkeiden luovuttaminen edelleen yhtiön hallusta vastaa puolestaan myös osakeomistuksen arvossa tapahtuvien muutosten kannalta kokonaan uusien osakkeiden antamista. Siinä tapauksessa, että osakkeet luovutetaan yhtiön hallusta suunnattuna maksuttomana osakeantina, voidaan annin ulkopuolelle jäävien aiempien osakkeenomistajien omistuksen arvon laimennemistä pitää selvänä, mutta vastaava laimenemisvaikutus on mahdollinen myös silloin, jos osakkeet luovutetaan maksullisessa suunnatussa annissa.⁸⁵

Vastaavalla tavalla kuin osakkeisiin liittyvien oikeuksienkin osalta on edellä niitä käsittelevässä jaksossa tullut esille, treasury-osakkeiden luovutukseen liittyvät aiempien osakkeenomistajien omistuksen arvoakaan koskevat vaikutukset eivät ensi sijassa liity siihen, ovatko osakeannissa annettavat osakkeet juuri yhtiölle maksutta annettuja osakkeita vai uusia osakeannissa muodostettavia osakkeita. Sen sijaan merkityksellistä on, millä tavalla osakkeiden antaminen yleensä on järjestetty ja millaiset säännökset sitä koskevat.

83 Kaikkien osakkeenomistajien yhtäläisen oikeuden luopua osakkeistaan vastikkeellisesti on katsottu olevan osa osakeyhtiöoikeudellista yhdenvertaisuusperiaatetta, ks. *Mäntysaari* 2002, s. 78.

84 Arvonmäärityskysymysten ratkaisu ei useinkaan ole mahdollista vain lainopin keinoin, ks. esimerkiksi *Lauriala* 2001, s. 16–17. Julkisen kaupankäynnin kohteena olevissa yhtiöissä yhtiölle itselleen suunnatun osakeannin vaikutuksesta osakkeiden arvoon voisi saada käsityksen selvittämällä empiirisesti, millainen vaikutus menettelyllä on sen toteuttavan yhtiön osakkeen kurssiin. Tällä tavoin saatava kuva menettelyn vaikutuksista olisi kuitenkin puutteellinen siinä suhteessa, ettei se kertoisi siitä mitään sellaisten yhtiöiden osalta, joiden osakkeet eivät ole julkisen kaupankäynnin kohteena.

85 Ks. *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 148.

3.3.3 Osakkeenomistajan oikeussuojakeinoista

Siinä tapauksessa, että määräävä osakkeenomistaja voisi käyttää yhtiölle suunnattua maksutonta antia sellaisenaan vähemmistössä olevan osakkeenomistajan ”näännyttämiseen”, tulisi kyseisen vähemmistöosakkeenomistajan kannalta arvioitavaksi, millä keinoin hän voisi puuttua menettelyyn. Ensisijaisena mahdollisuutena näyttäisi olevan vetoaminen OYL 1 luvun 7 §:n yhdenvertaisuusperiaatteeseen ja yleislausekkeeseen joko siten, että osakeantipäätös katsottaisiin niiden vastaisena pätemättömäksi tai mitättömäksi, tai siten, että osakeantia pidettäisiin yhdenvertaisuusperiaatetta rikkomalla tapahtuneena OYL 23 luvussa tarkoitettuna vaikutusvallan väärinkäyttönä.

Osakkeenomistajien kannalta muodollisesti neutraali menettely, jonka seurauksena osakkeenomistajien omistus- ja valtasuhteet yhtiössä eivät sinänsä muutu, voisi merkitä enemmistöosakkeenomistajalle annettavaa epäoikeutettua etua vähemmistöosakkeenomistajan kustannuksella esimerkiksi siten, että vähemmistöosakkeenomistaja menettää tosiasiallisen mahdollisuutensa luovuttaa osakkeensa yhtiön ulkopuoliselle ostajalle. Käytännössä tällaisen vaikutuksen osoittaminen saattaa kuitenkin olla vaikeaa. Yleensä sellaista päätöstä, joka muodollisesti kohtelee kaikkia osakkeenomistajia yhdenvertaisesti, mutta jonka vaikutukset yhtiön ulkopuolisista syistä ovat eri osakkeenomistajien kannalta erilaisia, on pidetty yhdenvertaisuusperiaatteen valossa hyväksyttävänä^{86, 87}.

86 *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 28–30, jotka toisaalta oikeuskäytännöstä mainitsevat ratkaisun KKO 1991:46 esimerkkinä siitä, että joissakin tapauksissa myös osakkeenomistajia pintapuolisesti samalla tavoin kohteleva päätös voi tosiasiallisten vaikutustensa takia olla yhdenvertaisuusperiaatteen vastainen.

87 Vaikka myös vain tosiasiallisesti osakkeenomistajien taloudellista yhdenvertaisuutta loukkaava yhtiökokouksen päätös voisi yksittäistapauksessa olla OYL 1 luvun 7 §:n vastainen, saattaa käytännössä olla, ettei yksittäinen osakkeenomistaja olisi valmis ottamaan kanteen nostamiseen liittyvää riskiä. Yhdenvertaisuusperiaatteeseen vetoamisen menestyksellisyys osalta on voitu huomauttaa, ettei periaate sellaisenaan riittänyt estämään 1980-luvulla sellaisten suunnattujen antien järjestämistä, jotka todellisuudessa tuottivat etua vain joillekin osakkeenomistajatahoille muiden kustannuksella, mikä johti suunnattuja anteja koskeneeseen vuoden 1978 OYL:n uudistukseen (L 12.6.1992/504) 1990-luvun alussa, ks. *af Schultén* 2006, s. 314. Vastaavasti voidaankin yhdenvertaisuusperiaatetta pitää epävarmana osakkeenomistajan suojakeinona myös yhtiölle suunnatun maksuttoman osakeannin osalta, jos se käytännössä osoittautuu joissakin tilanteissa ongelmalliseksi yksittäisen osakkeenomistajan kannalta.

Yhdenvertaisuusperiaatteen soveltuvuuden lisäksi voidaan myös kysyä, voiko poikkeuksellisella tavalla yksittäisen osakkeenomistajan asemaan vaikuttava maksutonta antia yhtiölle koskeva päätös olla soviteltavissa OikTL (laki varallisuus oikeudellisista oikeustoimista 13.6.1929/228) 36 §:n nojalla tai mahdollisesti pidettävissä pätemättömänä OikTL 33 §:n perusteella. OikTL 36 §:n katsotaan nykyisin vakiintuneesti soveltuvan yhtiöjärjestykseen⁸⁸ sekä eräisiin muihinkin yhtiöoikeudellisiin tilanteisiin, kuten yhtiökokouksen päätöksiin⁸⁹. Samoin on OikTL 33 §:n katsottu voivan soveltua sekä yhtiöjärjestykseen⁹⁰ että yhtiökokouksen päätöksiin⁹¹.

Sekä OikTL 36 §:n että 33 §:n soveltamiseen yhtiöoikeudessa on yleensä suhtauduttu hyvin pidättyvästi⁹². Sinänsä voisi olla kuviteltavissa, että osakkeenomistaja, joka menettää mahdollisuutensa osakkeidensa luovuttamiseen yhtiölle suunnattua maksutonta osakeantia koskevan päätöksen – tai jonkin muun toimenpiteen – seurauksena, voisi pitää päätöstä kohtuuttomana niiden perusteltujen taloudellisten odotusten⁹³ valossa, joita hänellä oli hankkiessaan yhtiön osakkeita. Yhdenvertaisuusperiaatteen soveltamista on kuitenkin pidetty yhtiökokouksen päätöksen osalta ensisijaisena niin, ettei sovittelulle sen jälkeen todennäköisesti juurikaan jäisi tilaa⁹⁴.

88 HE 109/2005 vp., s. 41 ja *Mähönen – Villa* 2006 I, s. 166–167.

89 *Savela* 2001, s. 23. Oikeuskäytännöstä ks. KKO 1999:42 ja 1990:171.

90 Ks. HE 109/2005 vp., s. 41.

91 *Savela* 2001, s. 23 alav. 61, joka viittaa oikeuskäytännöstä ratkaisuihin KKO 1978 II 55 ja KKO 1961 II 100. Vanhemmassa kirjallisuudessa esimerkiksi *Raninen* 1959, s. 70–71, katsoi yksiselitteisesti, ettei yhtiökokous saa tehdä kunnianvastaista ja arvotonta ratkaisua mainiten esimerkkinä tilanteen, jossa jotkut osakkeenomistajat epärehellisellä tavalla käyttäisivät hyväkseen toisten osakkeenomistajien tietämättömyyttä ja saisivat aikaan yhtiökokouksen päätöksen, joka olisi epäedullinen näille toisille osakkeenomistajille.

92 HE 109/2005 vp., s. 41, painotetaan sitä, että OikTL 36 §:n soveltamisen on oltava ”hyvin poikkeuksellista”. Ks. myös *Savela* 2001, s. 28–30, joka kiinnittää huomiota sovittelun aiheuttamaan oikeusvarmuuden heikkenemiseen. Osakemerkinnän pätemättömyyteen OikTL 33 §:n nojalla on perinteisesti katsottu voitavan vedota vain ennen yhtiön perustamisen tai osakepääoman korotuksen merkitsemistä kaupparekisteriin, ks. *Caselius – Heikonen – Huttunen* 1974, s. 69 ja *Drockila* 1965, s. 237. Sen valossa lienee katsottava, ettei OikTL 33 §:ään voitaisi vedota yhtiölle suunnattua maksutonta antia koskevan yhtiökokouksen päätöksen osalta sen jälkeen, kun päätöksen mukaan yhtiölle annetut osakkeet on rekisteröity.

93 *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 28 alav. 35, esittävät yhdenvertaisuusperiaatteen osalta, että enemmistöosakkeenomistajan ja johdon päätösvallan rajoja voitaisiin arvioida niiden oikeutettujen odotusten kautta, joita tyypillisesti vähemmistön muodostavilla osakkeenomistajilla on.

94 *Savela* 2001, s. 23. Ks. myös *Toiviainen* 2006, s. 61, joka toteaa kohtuuttomuuteen vetoamista pidetyn yleensä teoreettisena ja jopa yleislausekkeisiin vetoamista vaikeampana.

Kaikkiaan voidaan todeta, että siinä tapauksessa, että maksuttomien osakkeiden antamista yhtiölle voitaisiin poikkeuksellisesti käyttää toisen osakkeenomistajan kannalta epälojaalilla tavalla tämän osakeomistuksen arvon kannalta, ovat menettelyn kohteeksi joutuneen osakkeenomistajan mahdollisuudet puuttua asiaan suhteellisen heikot. Mikäli tällaisia tilanteita esiintyisi käytännössä, voitaisiin siihen puuttua todennäköisesti tehokkaimmin ottamalla OYL:iin kaikkia yhtiöitä koskeva rajoitus siitä, kuinka paljon omia osakkeita yhtiön haltuun voidaan OYL 9 luvun 20 §:n mukaisessa maksuttomassa annissa muodostaa.

3.4 Treasury-osakkeiden käyttö yhtiön velkojen kannalta

Osakkeiden antaminen maksutta yhtiölle itselleen ei itsessään heikennä yhtiön velkojen asemaa. Yhtiön varoja ei tällöin jaeta, sillä yhtiö ei maksa osakkeista mitään. Tällöin ei luonnollisestikaan ole tarvetta OYL:n varojenjakotestien – OYL 13 luvun 5 §:stä ilmenevä *tasetesti*, jonka mukaan yhtiö saa jakaa vapaan oman pääoman, josta on vähennetty yhtiöjärjestyksen mukaan jakamatta jätettävät varat, ja OYL 13 luvun 2 §:stä ilmenevä *maksukykyisyystesti*, jonka mukaan veroja ei saa jakaa, jos jaosta päätettäessä tiedetään tai pitäisi tietää yhtiön olevan maksukyvytön tai jaon aiheuttavan maksukyvyttömyyden – soveltamiseen.⁹⁵ Tästä syystä maksuttomien osakkeiden antamista yhtiölle voidaan pitää velkojen näkökulmasta omien osakkeiden hankkimiseen tai lunastamiseen verrattuna ongelmattomana tapana saada yhtiön käyttöön omia osakkeita.

Toisaalta velkojen asema ei menettelyn seurauksena myöskään vahvistu, sillä yhtiö ei saa osakkeista mitään uutta varallisuutta eikä yhtiön sidottuun omaan pääomaan siirretä uusia varoja. Yhtiölle annettuja osakkeita ei, toisin kuin yhtiölle lunastettuja tai hankittuja osakkeita, merkitä lainkaan taseeseen, koska niillä ei ole hankintamenoa, joka vähentäisi vapaata omaa pääomaa.⁹⁶

Ensimmäinen varsinainen yhtiölle itselleen annettuja osakkeita koskeva tasekirjaus tapahtuu vasta, kun osakkeita luovutetaan yhtiön hallusta vastiketta vastaan eli maksullisessa osakeannissa. Tällöin yhtiö saa varoja, jotka ta-

⁹⁵ *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 150–151 ja *Mähönen – Säiläkivi – Villa* 2006, s. 359.

⁹⁶ *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 150–151.

seessa merkitään lähtökohtaisesti vapaan oman pääoman lisäykseksi. Yhtiön luovuttamista omista osakkeista maksettava määrä merkitään OYL 9 luvun 6 §:n 2 momentin mukaan sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon, jollei sitä osakeantipäätöksessä ole määrätty merkittäväksi kokonaan tai osittain osakepääomaan taikka KPL:ssa (kirjanpitolaki 30.12.1997/1336) toisin säädetä. Olettama on päinvastainen kuin uusia osakkeita annettaessa, jolloin osakkeista maksettava määrä merkitään OYL 9 luvun 6 §:n 1 momentin nojalla lähtökohtaisesti osakepääomaan. Olettama perustuu siihen, että yhtiökäytännössä on arvioitu ensisijaisesti haluttavan jatkaa vuoden 1978 OYL:n aikana totuttua käytäntöä⁹⁷. Jos treasury-osakkeita luovutetaan maksuttomassa osakeannissa, yhtiön taseasemassa ei sen sijaan tapahdu muutoksia.⁹⁸

Velkojien aseman voisi lähtökohtaisesti katsoa vahvistuvan treasury-osakkeiden maksullisen luovutuksen myötä. Yhtiö saa tällöin uusia varoja, mikä seurauksena sen maksukyvyyn voi olettaa paranevan. Sijoitetun vapaan oman pääoman rahaston jakokelpoisuuden vuoksi treasury-osakkeiden maksullinen luovutus merkitsee kuitenkin uusien osakkeiden antamiseen verrattuna pääsääntöisesti vähemmän varmaa yhtiön maksukykyisyyden paranemista. Kyseisen rahaston palauttamisen yhteydessä ei tarvitse soveltaa osakepääoman alentamisen kohdalla edellytettyä OYL 14 luvun mukaista velkojiensuojamenettelyä, vaan sen jakaminen osakkeenomistajille vastaa osingonjakoa esimerkiksi päätöksentekotapansa sekä jaettavaa määrää koskevien säännösten osalta. Jakopäätöksessä on kuitenkin aina mainittava, onko kyse osingonjaosta vai vapaan oman pääoman jakamisesta vaiko molemmista samanaikaisesti. Kummassakin tapauksessa sovellettavaksi tulevat sekä tase- että maksukykyisyydesti.⁹⁹

Velkojien kannalta OYL:n myötä tapahtunutta maksukykyisyydestin käyttöönottoa voi pitää merkityksellisenä muun muassa juuri treasury-osakkei-

97 *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 503–504. Vuoden 1978 OYL:n mukaan osakkeen merkintähinta merkittiin kuitenkin aina sidottuun omaan pääomaan (osakepääomaan ja ylikurssirahastoon).

98 *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 147 ja s. 151. Vrt. *Mähönen – Säiläkivi – Villa* 2006, s. 360–361, jotka katsovat, että omia osakkeita maksullisessa osakeannissa luovutettaessa niistä maksettu merkintähinta tulisi merkitä tilikauden voitto -tilille eikä sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon.

99 *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 I, s. 437–439 ja *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 322–324.

den vastikkeellisen luovuttamisen kannalta. Ilman kyseistä testiä riski tällaisten osakkeiden luovuttamisesta saadun sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon merkityn vastikkeen jakamisesta osakkeenomistajille yhtiön ja velkojien etujen vastaisesti voisi olla suurempi¹⁰⁰.

Maksukykyisyydesti ja sen tulkinta on kuitenkin herättänyt jonkin verran keskustelua kirjallisuudessa. Testin keskeisenä ongelmana on pidetty sitä, ettei OYL:ssa tai sen valmisteluaineistossa ole tarkemmin määritelty sitä, mitä maksukykyisyydellä tarkoitetaan¹⁰¹. Käsitteen tarkemman sisällön määrittäminen on jätetty vastaisen oikeuskäytännön varaan. OYL:n maksukykyisyydedellytystä onkin voitu pitää kritiikille alttiina.¹⁰² Käytännössä sen tulkinnanvaraisuus on koettu ongelmalliseksi erityisesti tilintarkastusalalla¹⁰³.

Treasury-osakkeiden käytön kannalta on mahdollista hahmottaa maksukykyisyydestiin liittyviin ongelmiin ja tulkinnanvaraisuuteen pohjautuva tilanne, jossa tällaiset osakkeet luovutetaan maksullisessa osakeannissa, mutta näin saatuja sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon merkittyjä varoja ei käytetäkään yhtiön toiminnan rahoittamiseen, vaan jaetaan osakkeenomistajille, vaikka jako siitä huolimatta, ettei siitä ainakaan lyhyellä aikavälillä seuraisi yhtiön maksukyvyttömyys, olisi yhtiön vakavaraisuuden ja toiminnan jatkumisen kannalta pitkällä tähtäimellä yhtiön kannalta kielteisiin seurauksiin johtava ja näin myös velkojien¹⁰⁴ edun vastainen¹⁰⁵. Tällaisten tilanteiden mahdollisuus riippuu osaltaan siitä, millaiseksi maksukykyisyydestin tulkinta oikeuskäytännössä muodostuu.

100 Yhtiön maksukyvyyn ylittävä varojenjako ei kuitenkaan ole ollut sallittua myöskään ennen OYL:n voimaantuloa, vaan sitä on pidetty yhtiön johdon huolellisuusvelvollisuuden vastaisena, ks. HE 109/2005 vp., s. 125.

101 Ks. HE 109/2005 vp., s. 125–126. Ks. myös OikM 2003:4, s. 180–181 ja s. 317, jossa varojenjaon edellytykseksi oli ehdotettu sitä, ettei jaon seurauksena yhtiötä uhkaisi maksukyvyttömyys. OikM 2003:4, s. 180, todettiin nimenomaisesti, että ehdotetun ”uhkaavan maksukyvyttömyyden” käsitteen tarkka sisältö tulisi määräytymään oikeuskäytännössä.

102 Ks. *Jokinen* 2008, s. 239 ja *Villa* 2007, s. 155.

103 *Kaarenoja – Suontausta* 2007, s. 239.

104 Jos anti on suunnattu ja erityisestikin jos treasury-osakkeilla on muita osakkeita heikompi oikeus jaettaviin varoihin, voi tällaista menettelyä arvioida myös osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun näkökulmasta.

105 *Toiviainen* 2006, s. 55–57, on yleisesti arvioinut voitonjakokelpoisten varojen piiriin laajenemisen ja OYL 13 luvun 2 ja 3 §:n voivan yhdessä johtaa siihen, että varojen jakaminen on käytännössä mahdollista siten, että yhtiön kannattavuus ja vakavaraisuus kärsivät siitä jopa lyhyehkölläkin aikavälillä.

Maksukykyisyydestä voidaan pitää velkojien kannalta myönteisenä pyrki-
myksenä kehittää osakeyhtiöiden varojenjako sääntöä sekä velkojiensuo-
jaa yleisestikin. Testin tulkinnanvaraisuuden sekä muun muassa juuri sijoit-
etun vapaan oman pääoman rahaston jakokelpoisuuden ja siitä johtuvan
pääsääntöisen luovutetuista treasury-osakkeista maksetun pääomapanoksen
palauttamismahdollisuuden¹⁰⁶ takia on silti perusteltua pyrkiä selvittämään
myös *de lege ferenda* sitä, onko velkojien ja samalla muidenkin sidosryhmi-
en suoja niiden etujen vastaista varojenjako vastaan mahdollista tehostaa
edelleen joko nykyisen maksukykyisyydestin tulkinnanvaraisuutta vähen-
tämällä taikka muilla tavoin. Tavoiteltavana voitaneen pitää sisällöltään
mahdollisimman yksiselitteisten ja jakopäätökseen nähden etukäteisten
varojenjaon edellytysten kehittämistä. Yhtiön tultua maksukyvyttömäksi ja
mahdollisesti asetetuksi konkurssiin voi olla vaikeaa osoittaa, että yhtiön
hallituksen tai osakkeenomistajien olisi pitänyt tietää ennen yhtiön mak-
sukyvyttömyyden toteamista tapahtuneen varojenjaon aiheuttavan yhtiön
maksukyvyttömyyden. Maksukykyisyydestin noudattamisen arviointi ei
ymmärrettävästi voi olla jälkikäteistä eikä vain se, että yhtiöstä tulee mak-
sukyvytön lyhyehkön ajan kuluessa varojen jakamisesta, sellaisenaan osoita
säännöstä rikotun¹⁰⁷.

Kirjallisuudessa OYL:n maksukykyisyydestä on esitetty voitavan tulkita sa-
mantyyppisesti kuin Ruotsin ABL (aktiebolagslag 2005:551) 17 luvun 3 §:n
2 momentista ilmenevää niin sanottua varovaisuussääntöä¹⁰⁸ ja yhdysvalta-
laisen MBCA 6.40(c) §:n mukaista kaksiosaista maksukykyisyydestä, jossa
maksukyvyyn lisäksi arvioitavaksi tulee myös mahdollinen ylivelkaisuus¹⁰⁹.
Arvioinnin lähtökohtana olisi tällöin vahvistettu ja tilintarkastettu tilinpää-

106 Kysymys ei liity yksin tähän, vaan myös yleisesti OYL:sta ja kansainvälisistä tilinpää-
tösstandardeista johtuvaan sidotun oman pääoman laajuuden supistumiseen ja vastaa-
vaan jakokelpoisten varojen määrän lisääntymiseen.

107 HE 109/2005 vp., s. 125 ja OikM 2003:4, s. 181. Ks. myös *Mähönen – Villa* 2006
II, s. 317.

108 Lähemmin varovaisuussäännön sisällöstä ja tulkinnasta ks. Prop. 2004/5:85, s. 383–
384 ja s. 751–752. Varovaisuussäännön sisältöä on voitu kuitenkin pitää melko epä-
täsmällisenä, ks. *Skog* 2006, s. 90. Vrt. *Toiviainen* 2006, s. 57, joka puolestaan pitää
sääntöä pelkän maksukyvyyn arvioimista tehokkaampana suojakeinona yhtiön ja sen
velkojien etujen vastaista varojenjako vastaan.

109 Ks. MBCA 2007, s. 6-41–6-49 sekä *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 318–319 ja OikM
2003:4, s. 61. Ks. myös *Villa* 2007, s. 146, jonka esittämästä Suomen ja Uuden-Seel-
annin maksukykyisyydestien vertailusta käy ilmi jälkimmäisen muistuttavan paljon
MBCA:n testiä. Suomessa omaksuttua yksityiskohtaisempi kaksiosainen maksukykyi-
syydesti ei ole näin ainoastaan yhdysvaltalainen ilmiö.

tös, mutta koska tilinpäätöksessä ei ole yksittäistä maksukykyä kuvaavaa kohtaa, arvioitaisiin yhtiön maksukykyisyyttä myös Ruotsin varovaisuussäännön tulkinnassa käytettävien maksuvalmiutta ja vakavaraisuutta sekä tulorahoituksen riittävyyttä kuvaavien tunnuslukujen valossa, minkä lisäksi merkitystä annettaisiin myös ylivelkaisuuskriteereille.¹¹⁰ Tällaista tulkintaa voitaneen sinänsä pitää perusteltuna, sillä se muun muassa voisi vähentää riskiä siitä, että esimerkiksi juuri maksua vastaan osakeannissa luovutetuista treasury-osakkeista yhtiöön saadut varat palautettaisiin osakkeenomistajille yhtiön ja sen velkojien edun vastaisesti. Kirjallisuudessa esitettyä tulkintaa ei kuitenkaan sellaisenaan ole mahdollista vaatia noudatettavaksi, joten se ei sellaisenaan voisi ratkaista mahdollisia maksukykyisyydestin ongelmia.

Jos maksukykyisyydestin tulkinta käytännössä uhkasi muodostua hyvin suppeaksi ja lyhyen aikavälin maksuvalmiuteen keskittyväksi, todennäköisesti tehokkain tapa turvata yhtiön toiminnan jatkuvuus ja velkojien intressit voisi olla maksukykyisyydestin täsmentäminen OYL:n säännösten tasolla esimerkiksi siten, että se sisältäisi myös vakavaraisuuden säilymistä ja ylivelkaisuutta koskevat kriteerit¹¹¹.

4 Lopuksi

Yhtiölle suunnattua maksutonta osakeantia voidaan pitää hyvänä esimerkkinä OYL:n tavoitteena olleesta yhtiöiden toimintamahdollisuuksien laajentamisesta. Vaikka yhtiöiden menettelyllä saavuttamat edut liittyvätkin ensi sijassa siihen, että annettaessa sen kautta saatuja osakkeita osakeannissa niiden tuottamat osakeoikeudet ovat osakkeen saajien käytössä lähtökoh-

110 Ks. *Mähönen – Villa* 2006 II, s. 319–321, jotka pitävät KPL 3 luvun 1 §:n 1 momentin 3 kohdassa tarkoitettua rahoituslaskelmaa erityisen merkityksellisenä arvioitaessa yhtiön kykyä suoriutua velvoitteistaan niiden erääntyessä, joskin ongelmaksi sen suhteen he myöntävät paitsi sen, että rahoituslaskelma muun tilinpäätösinformaation tavoin antaa tietoa vain menneisyydestä, myös sen, ettei kaikkien yhtiöiden tarvitse laatia rahoituslaskelmaa. Käytännössä rahoituslaskelman käyttöön perustuva tulkintatapa ei sellaisenaan voine de lege lata muodostua vallitsevaksi, sillä kuten *Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho* 2007 II, s. 23, toteavat, OYL 13 luvun 2 § ”ei sisällä hallitukselle tai yhtiökokoukselle velvollisuutta laatia jaon tueksi esimerkiksi tulevia kassavirtoja koskevaa rahoituslaskelmaa, jollei tällaiseen ole erityistä perustetta”.

111 *De lege ferenda* -suosituksena on kirjallisuudessa jo esitetty, että OYL:iin voitaisiin lisätä vaatimus hallituksen varojenjaon yhteydessä antamasta maksukykyisyydestin läpäisyä koskevasta todistuksesta tai vakuutuksesta, jossa selvitettäisiin, mihin informaatioon hallituksen käsitys maksukykyyn säilymisestä varojenjaon jälkeen perustuu, ks. *Villa* 2007, s. 165–169 ja *Jokinen* 2008, s. 251.

taisesti heti, kun osakkeesta suoritettava vastike on maksettu, voidaan sen avulla luotavia omia osakkeita kuitenkin käyttää mitä erilaisimpiin tarkoituksiin. Erityisesti menettelyn käyttöalaa on nyttemmin laajentanut se, että EVL:n yritysjärjestelysäännökset sallivat myös omien osakkeiden käytön. Varainsiirtoverotuksen vuoksi omien osakkeiden antaminen ei silti edelleenkään ole verotuksen kannalta tasaveroisessa asemassa uusien osakeannissa muodostettavien osakkeiden antamiseen nähden.

Yksittäisen osakkeenomistajan sekä velkojen kannalta yhtiölle suunnattu maksuton anti tarjoaa eräitä etuja verrattuna omien osakkeiden saamiseen yhtiölle niitä hankkimalla tai lunastamalla, sillä se ei merkitse varojen jakamista osakkeenomistajille tai varojen siirtymistä yhtiön ulkopuolelle muulla tavalla. Osakkeenomistajan kannalta menettely on myös siinä suhteessa neutraali, että osakkeen antaminen maksutta yhtiölle ei sellaisenaan merkitse osakkeenomistajien oikeuksien tai omistuksen laimenemista. Tällainen vaikutus voi aktualisoitua vasta, kun osakkeet luovutetaan osakeannissa yhtiöltä eteenpäin. Toisaalta on kuitenkin ajateltavissa, että osakkeiden antaminen maksutta yhtiölle voisi poikkeuksellisesti vaikuttaa osakkeenomistajan asemaan osakkeen käyvän arvon ja tosiasiallisen luovutettavuuden kannalta. Tältä kannalta menettely ei osakeomistuksen arvon kannalta välttämättä ole niin neutraali, kuin OYL:ia koskevassa kirjallisuudessa yleensä on haluttu esittää. Käytännössä menettelyn tällainen vaikutus osakeomistuksen arvoon voinee kuitenkin toteutua varsin poikkeuksellisesti. Kokonaan oma kysymyksensä sen sijaan on, onko vähemmistö- ja yksittäisen osakkeenomistajan asema otettu riittävällä tavalla huomioon niissä OYL:n ratkaisuisissa, jotka liittyvät osakkeiden – joko uusien tai treasury-osakkeiden – luovuttamiseen osakeannissa yhtiön ulkopuolelle. Olennaista merkitystä ei sitä vastoin ole sillä, ovatko osakeannissa annettavat osakkeet juuri yhtiölle maksuttomassa annissa tulleita omia osakkeita vai uusia osakkeita.

Velkojan kannalta yhtiölle maksutta annetun osakkeen luovuttamisen osalta merkillepantavaa on, että siitä saatu vastike merkitään lähtökohtaisesti sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon, joka voidaan jakaa osakkeenomistajille. Velkojen kannalta onkin merkityksellistä, millaisin edellytyksin tällaisen osakkeen luovuttamisella yhtiöön saatu pääoma voidaan palauttaa osakkeenomistajille. Laajemmin kysymys liittyy laajentuneista mahdolli-

suuksista merkitä osakkeesta saatu merkintähinta jakokelpoiseen sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon johtuvaan jakokelpoisten varojen lisääntymiseen, johon OYL:ssa on vastattu ottamalla maksukyvyyn säilyminen varojenjaon edellytykseksi. Vaikka OYL:n maksukykyisyydestä voidaankin pitää osaltaan myönteisenä velkojiensuojan kehittämisenä, voidaan sitä myös kritisoida tulkinnanvaraisuutensa vuoksi.

Siinä tapauksessa, että maksutonta osakeantia yhtiölle voitaisiin sellaisenaan käyttää osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta loukkaavalla tavalla, olisi tähän mahdollista puuttua esimerkiksi rajoittamalla kaikissa yhtiöissä sitä, kuinka suuri määrä osakkeita yhtiön haltuun OYL 9 luvun 20 §:n mukaisessa menettelyssä voidaan muodostaa. Kysymys ei kuitenkaan liene käytännön tasolla ajankohtainen. Maksuttomassa annissa yhtiölle tulleiden osakkeiden luovuttamiseen osakeannissa yhtiön ulkopuolelle mahdollisesti havaittavat ongelmat ovat sen sijaan yhteydessä osakkeiden antamiseen yleensä liittyviin säännöksiin ja siihen, miten hyvin osakkeenomistajien asema niissä on otettu huomioon. Velkojien suojaa voitaisiin *de lege ferenda* puolestaan tehostaa maksukykyisyydestä täsmentämällä. Asia ei kuitenkaan ensi sijassa ole kytköksissä maksuttomien osakkeiden antamiseen yhtiölle, vaan näistä osakkeista osakeannissa maksettavan vastikkeen merkitsemiseen yhtiön jakokelpoisiin varoihin.

Yhtiöiden toiminnan ja toimintamahdollisuuksien näkökulmasta keskeisimmäksi käytännön kannalta merkitykselliseksi havainnoksi nousee se, miten yhteisö- ja verolainsäädännön eritahtiset muutokset voivat vaikeuttaa yritysten toimintaan liittyvää suunnittelua. Tulevaisuuden kannalta toivottavana voitaneen pitää, että yhteisö- ja verolainsäädännön muutoksia pyrittäisiin valmistelemaan aiempaa suuremmassa määrin yhteensopivalla tavalla ja tietoisesti estämään lainvalmistelun sektorikohtaisuudesta aiheutuvia haittoja. Yhtiölainsäädäntöön otettu uusi toimintamahdollisuus on todellinen toimintamahdollisuus vasta, jos myös verolainsäädäntö sen sallii.

Lähteet

Kirjallisuus

Airaksinen 2003 Airaksinen, Manne: Osakeyhtiölakityöryhmän aitoon nimellisarovottomuuteen perustuvaa pääomajärjestelmää koskevat ehdotukset. *Lakimies* 2003, s. 944–966.

Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 I

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa: Osakeyhtiölaki I. Talentum. Helsinki 2007.

Airaksinen – Pulkkinen – Rasinaho 2007 II

Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa: Osakeyhtiölaki II. Talentum. Helsinki 2007.

Berle – Means 1982 Berle, Adolf A., Jr. – Means, Gardiner C.: The Modern Corporation and Private Property. [Macmillan. New York 1932.] Reprint edition. William S. Hein & Co. Buffalo, New York 1982.

Bernitz 2006 Bernitz, Ulf: The Attack on the Nordic Multiple Voting Rights Model: Is There a Future under EU Law? Teoksessa Bernitz, Ulf (red.): *Modern Company Law for a European Economy. Ways and Means*. Nordstedts Juridik. Stockholm 2006, s. 157–176.

Caselius – Heikonen – Huttunen 1974

Caselius, Ilmari – Heikonen, A.R. – Huttunen, Allan: Osakeyhtiö. Edellinen osa. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja B-sarja N:o 40. Viides, muutettu painos, toimittanut Allan Huttunen. WSOY. Porvoo 1974.

Dine – Koutsias 2009 Dine, Janet – Koutsias, Marios: *Company Law*. Seventh edition. Palgrave Macmillan. Basingstoke 2009.

Dine – Koutsias – Blecher 2007

Dine, Janet – Koutsias, Marios – Blecher, Michael: *Company Law in the New Europe. The EU Acquis, Comparative Methodology and Model Law*. Edward Elgar. Cheltenham – Northampton, MA 2007.

Drockila 1965 Drockila, Lauri: Osakepääoman korottamisesta erityisesti silmällä pitäen pääoman pysyvyyttä. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja B-sarja N:o 121. Suomalainen Lakimiesyhdistys. Vammala 1965.

Huttunen 2005 Huttunen, Allan: Suunnatun annin perusteesta. Yhteisöoikeudellisia kirjoituksia V. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Yksityisoikeuden sarja A:113 (toim. Ari Saarnilehto). Turun yliopisto, oikeustieteellinen tiedekunta. Turku 2005.

Häyrynen 2006 Häyrynen, Janne: Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja A-sarja N:o 271. Suomalainen Lakimiesyhdistys. Vammala 2006.

Immonen 2008 Immonen, Raimo: *Yritysjärjestelyt*. 4., uudistettu painos. Talentum. Helsinki 2008.

Immonen – Lindgren 2006 Immonen, Raimo – Lindgren, Juha: Onnistunut sukupolvenvaihdos. 2., uudistettu painos. Talentum. Helsinki 2006.

Immonen – Nuolimaa 2007 Immonen, Raimo – Nuolimaa, Risto: Osakeyhtiöoikeuden perusteet. Talentum. Jyväskylä 2007.

Jokinen 2008 Jokinen, Juha: Osakeyhtiön johdon huolellisuusvelvollisuus ja osakeyhtiölain maksukykyisyystestin taloudelliset osatekijät. Defensor Legis 2008, s. 239–254.

Kaarenoja – Suontausta 2007 Kaarenoja, Ahti – Suontausta, Seppo: Maksukyvyttömyys ja osakeyhtiön varojenjako. Defensor Legis 2007, s. 239–256.

Kaisanlahti 1999 Kaisanlahti, Timo: Sidosryhmät ja riski pörssiyrityksessä. Edita. Helsinki 1999.

Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2002

Kyläkallio, Juhani – Irola, Olli – Kyläkallio, Kalle: Osakeyhtiö. Edita. Helsinki 2002.

Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2008

Kyläkallio, Juhani – Irola, Olli – Kyläkallio, Kalle: Osakeyhtiö. Edita. Helsinki 2008.

Lauriala 2001 Lauriala, Jari: Kontrolli, riski ja informaatio. Tutkimus kasvuyrityksen rahoittamiseen ja transaktioihin liittyvistä juridisista ja liiketoimintariskeistä sekä niiden hallitsemisesta velvoite- ja yhtiöoikeudellisin keinoin modernin varallisuus oikeuden ympäristössä. Kauppakaari. Saarijärvi 2001.

MBCA 2007 Model Business Corporation Act. Official Text with Official Comment and Statutory Cross-References. Revised through December 2007. American Bar Association. Chicago 2008.

Mähönen – Villa 2006 I Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö I. Yleiset opit. WSOYpro. Porvoo 2006.

Mähönen – Villa 2006 II Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö II. Pääomarakenne ja rahoitus. WSOYpro. Porvoo 2006.

Mähönen – Villa 2006 III Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö III. Corporate governance. WSOYpro. Porvoo 2006.

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

Mähönen – Säiläkivi – Villa 2006

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

Mäntysaari 2002 Mäntysaari, Petri: Osakeyhtiö toimijana. WSOY Lakitieto. Porvoo 2002.

Ojanen 2006 Ojanen, Tuomas: EU-oikeuden perusteita. Edita. Helsinki 2006.

Raninen 1959 Raninen, Huugo: Osakeyhtiön yhtiökokous ja siihen liittyviä kysymyksiä Suomen oikeuden mukaan. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja B-sarja N:o 97. WSOY. Porvoo 1959.

Savela 2001 *Savela, Ari*: Oikeustoimilain 36 § ja osakeyhtiöoikeus. Lakimies 2001, s. 3–30.

af Schultén 2006 *af Schultén, Gerhard*: Innehåller nya aktiebolagslagens stadganden för mycket dispositiva regler? Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland 2006, s. 309–318.

Sheikh 2008 *Sheikh, Saleem*: A Guide to the Companies Act 2006. Routledge-Cavendish. London and New York 2008.

Skog 2006 *Skog, Rolf*: Rodhes Aktiebolagsrätt. Tjugoförsta upplagan. Nordstedts Juridik. Stockholm 2006.

Toiviainen 2006 *Toiviainen, Heikki*: Suomen uusi osakeyhtiölaki: kilpailukykyinen osakeyhtiölainsäädäntö 2000-luvun yrityksille 1800-luvun sääntelyllä? Teoksessa Kolehmainen, Esa (toim.): Business Law Forum 2006. Helsingin yliopiston yksityisoikeuden laitos ja Edita. Helsinki 2006, s. 25–67.

Werlauff 2003 *Werlauff, Erik*: EU Company Law. Common business law of 28 states. 2nd edition. Translated by Hanne Grøn. DJØF Publishing. Copenhagen 2003.

Villa 2007 *Villa, Seppo*: Maksukykyisyys- ja tasetesti osakeyhtiölain ja Uuden-Seelannin yhtiölain mukaan. Teoksessa Saarnilehto, Ari (toim.): Yhteisöoikeudellisia kirjoituksia VI. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Yksityisoikeuden sarja A:120. Turun yliopisto, oikeustieteellinen tiedekunta. Turku 2007, s. 137–169.

Virallislähteet

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

HE 11/1992 vp. Hallituksen esitys (11/1992 vp.) Eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain muuttamisesta.

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

HE 176/2008 vp. Hallituksen esitys (176/2008 vp.) Eduskunnalle laeiksi elinkeinotulon verottamisesta annetun lain sekä tuloverolain 45 §:n muuttamisesta.

KM 1969 A 20 Komiteanmietintö 1969: A 20. Ehdotus uudeksi osakeyhtiölaiksi. Osakeyhtiölakikomitean mietintö ja pohjoismaiset rinnakkais ehdotukset.

KM 1990:44 Komiteanmietintö 1990:44. Suunnattu osakeanti. Osakeyhtiölakitoimikunta 1990:n osamietintö.

KM 1992:32 Komiteanmietintö 1992:32. Osakeyhtiölakitoimikunta 1990:n mietintö.

KOM(2003) 284 lopullinen Komission tiedonanto Euroopan parlamentille ja neuvostolle. Yhtiöoikeuden uudistaminen ja omistajaohjauksen (corporate governance) parantaminen Euroopan unionissa – etenemissuunnitelma. KOM(2003) 284 lopullinen. Bryssel 21.5.2003.

KOM(2004) 703 lopullinen Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi neuvoston direktiivin 77/91/ETY muuttamisesta julkisten osakeyhtiöiden perustamisen sekä niiden pääoman säilyttämisen ja muuttamisen osalta. KOM(2004) 730 lopullinen. Bryssel 29.10.2004.

OikM 2003:4 Oikeusministeriön työryhmämietintöjä 2003:4. Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö.

OYL-jatkovalmistelu Osakeyhtiölain jatkovalmistelu. Manne Airaksinen 12.1.2004. Saatavilla <<http://www.om.fi/uploads/3nt86.pdf>> 5.10.2005.

Prop. 2004/05:85 Regeringens proposition 2004/05:85. Ny aktiebolagslag. [Ruotsi]

Report of the High Level Group

Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe. Brussels, 4 November 2002.

SOU 2001:1 Statens offentliga utredningar 2001:1. Ny aktiebolagslag. [Ruotsi]

TaVM 7/2006 vp. Talousvaliokunnan mietintö 7/2006 vp. Hallituksen esitys uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

VeroH 6/1997 Verohallinnon ohjeita. Omien osakkeiden hankkiminen verotuksessa. Tiedote 6/1997, 4.9.1997. Saatavilla <http://www.vero.fi/default.asp?path=5,40,87&article=456&domain=VERO_MAIN> 4.9.2009.