

Hybrid Loans in the Finnish Securities Market

Keywords: hybrid loan, mezzanine financing, securities market, IFRS standards, financing, duty of disclosure, financial statement

Janne Myllymäki¹

English Abstract

This article discusses the legal position and use of hybrid loans in the Finnish securities market. The term ‘hybrid instruments’ refers to financial instruments, which feature qualities of both equity and debt. A hybrid loan may therefore be defined as a debt instrument, which also includes characteristics pertinent to equity instruments. The use of hybrid loans may be beneficial in certain ways compared to the use of pure equity and debt instruments. Nevertheless, hybrid loans have primarily been introduced to the Finnish securities market during times of financial crisis.

This article examines the phenomenon of hybrid loans from the perspective of the Finnish legal system. The first part of the article describes the qualities of hybrid loans from a legislative perspective, while the second part mainly focuses on the regulation of the securities market, especially with regard to the issuing of securities and reporting.

¹ The author is a student of law at the University of Helsinki. He also holds a degree in economics. He works in the Finnish Tax Administration as a senior adviser. His main fields of interest are company and securities market law and tax law. This article is based on a seminar paper on securities market law.

Full Article in Finnish

Hybridilaina suomalaisilla arvopaperimarkkinoilla

Asiasanat: hybridilaina, välirahoitus, arvopaperimarkkinat, IFRS-standardit, rahoitus, tiedonantovelvollisuus, tilinpäätös

1 Johdanto

Hybridi-instrumentilla tarkoitetaan tyypillisesti sellaista rahoitusinstrumenttia, joka on ominaisuuksiensa ja taloudellisen luonteensa perusteella luokiteltavissa oman ja vieraan pääoman välimuodoksi. Kyseessä on siis niin sanottu välirahoitusrahoitusinstrumentti.² Hybridilainalla tarkoitetaan puolestaan yleensä sellaista velkarahoitusinstrumenttia, jolla on myös oman pääoman ehtoiseselle sijoitukselle tyypillisiä ominaisuuksia.³ Kyse on siten sopimusperusteisesta välirahoituksesta eli niin sanotusta mezzanine-rahoituksesta.⁴

Hybridilainan käytöllä voidaan saavuttaa tiettyjä etuja verrattuna puhtaaseen oman tai vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen. Hybridilainan edut voivat liittyä esimerkiksi velallisen pääomarakenteeseen, liikkeeseenlaskussa sovellettavaan päätöksentekomenettelyyn, lainan tilinpäätöskäsittelyyn ja verotuksellisiin seikkoihin.⁵ Hybridilaina on toisaalta monessa suhteessa puhdasta oman tai vieraan pääoman ehtoista rahoitusta epäedullisempi rahoitusmuoto. Syynä tähän on erityisesti hybridilainoihin liittyvistä riskeistä aiheutuva korkea korkotaso.⁶

Välirahoitusinstrumentit ovat erityisesti angloamerikkalaisilla rahoitusmarkkinoilla varsin yleinen rahoituksen muoto.⁷ Suomessa välirahoituksen käyttö on sen sijaan ollut varsin vähäistä. Hybridilaina on korkeiden korkokustannuksiensa vuoksi ollut Suomessa lähinnä yritysten kriisirahoituk-

2 Villa 2001, s. 6 sekä Mähönen – Villa 2012, s. 102–104.

3 Mähönen – Villa 2012, s. 36 sekä Lautjärvi 2009, s. 76.

4 Lautjärvi 2009, s. 75 ja Lautjärvi 2011, s. 1341. Rahoituskirjallisuudesta mezzanine-nimitystä käytetään myös muusta kuin sopimusperusteisesta välirahoituksesta. Ks. esim. Knüpfer – Puttonen 2012, s. 39–42.

5 Välirahoituksen etuja ovat käsitelleet muun muassa Villa 2001, s. 42–52 ja Lautjärvi 2011, s. 1352–1362.

6 Hybridilainojen korot ovat vaihdelleet 8,50 prosentin ja 12,00 prosentin välillä.

7 Lautjärvi 2009, s. 75.

sen muoto.⁸ Yritykset ovat käyttäneet hybridilainoja erityisesti estämään rahoitussopimusten erityisehtojen eli niin sanottujen kovenanttiehtojen rikkomuksesta johtuvaa kokonaisrahoituskustannusten nousua.⁹ Tällainen tilanne on voinut tulla kyseeseen esimerkiksi silloin, kun yrityksen omavaraisuusasteen alentuminen määrätyn tason alapuolelle on automaattisesti nostanut lainan korkoa tai antanut velkojalle oikeuden lainan eräännyttämiseen.¹⁰ Hybridilaina on tästä näkökulmasta ennen kaikkea vaihtoehto osakepääomalle ja muulle yhtiöoikeudelliselle omaan pääoman ehtoisen rahoitukselle.

Esimerkki: Yrityksellä on 300 miljoonaa euroa senior-ehtoista¹¹ vierasta pääomaa ja 100 miljoonaa euroa omaa pääomaa. Senior-ehtoisen vieraan pääoman vuotuinen korko on velkasopimuksen ehtojen mukaan 4 prosenttia. Sopimus sisältää kovenanttiehdon, jonka perusteella lainan korko nousee kahdella prosenttiyksiköllä, jos yrityksen tilinpäätöstiedoista laskettava omavaraisuusaste (oma pääoma / taseen loppusumma) laskee alle 25 prosentin.

Yrityksen viimeisimmän tilikauden tulos on 20 miljoonaa euroa tappiollinen, joten tapahtumassa on kovenanttirikkomus. Estääkseen tämän yritys ottaa 20 miljoonan euron suuruisen hybridilainan, joka luetaan tilinpäätöksessä yrityksen omaan pääoman. Lainan vuotuinen korko on 10 prosenttia, jolloin vuotuiseksi korkokustannukseksi muodostuu 2 miljoonaa. Lopputulos on kuitenkin yrityksen kannalta edullinen, sillä kovenanttirikkomuksen seurauksena senior-ehtoisen vieraan pääoman korko olisi noussut 6 miljoonalla eurolla vuodessa.

Hybridilaina voi edellä kuvatuissa tilanteissa tarjota korkeasta korostaan huolimatta yrityksen rahoituksen kokonaiskustannukset huomioon ottaen edullisen rahoitusvaihtoehdon. Hybridilainan vaikutusta yrityksen rahoituskustannuksiin voidaan arvioida esimerkiksi yrityksen painotettujen rahoituskustannusten (WACC) avulla.¹² Hybridilainan etuihin voidaan lukea lisäksi se, että hybridilainan ottaminen ei edellytä osakeantiin liittyvää päätöksentekomenettelyä, eikä siitä aiheudu osakeannin järjestämisestä

8 Väärirahoitusta on kriisirahoituksen ohella tyypillisesti hyödynnetty myös pääomasijoitustoiminnassa.

9 Kovenantteja ovat käsitelleet muun muassa Välimäki 2010, s. 464–478 ja Hemmo 2001, s. 325–332.

10 Omavaraisuus lasketaan jakamalla taseen oma pääoma taseen loppusummalla. Knüpfer – Puttonen 2012, s. 229–230.

11 Senior-ehtoisella vieraalla pääomalla tarkoitetaan parhaalla etusijalla olevaa pitkäaikais- ta vieraan pääoman ehtoista rahoitusta. Useimmiten kyseessä on pankkilaina. Mähönen – Villa 2012, s. 33.

12 Ross ja muut 2005, s. 331–334 sekä Knüpfer – Puttonen 2012, s. 182–183.

aiheutuvia kustannuksia. Hybridilainan ottaminen ei myöskään vähennä osakkeenomistajien omistuksen arvoa.¹³

Seuraavassa taulukossa on listattu suomalaisten julkisesti noteerattujen yhtiöiden kevääseen 2012 mennessä liikkeeseen laskemat hybridilainat.¹⁴

Yritys	Määrä. (milj. euro)	Korko (%)	Liikkeeseenlasku- aika (kk/vuosi)	Takaisinmaksu- aika (vuotta)
Sponda Oyj	130	8,75	06/2008	5
HKScan Oyj	20	8,50	09/2008	6
Huhtamäki Oyj	75	10,50	11/2008	3
CapMan Oyj	20	11,25	12/2008	5
Amer Sports Oyj	60	12,00	03/2009	3
Finnlines Oyj	21	12,00	03/2009	3
Ponsse Oyj	19	12,00	03/2009	4
Cramo Oyj	50	12,00	04/2009	4
Finnair Oyj	120	9,00	09/2009	4
Ahlström Oyj	80	9,50	11/2009	4
Elcoteq Oyj	29	10,00	01/2010	4
Trainer's House Oyj	5	10,00	01/2010	4
Componenta Oyj	20	12,00	03/2012	4
Lemminkäinen Oyj	70	10,00	03/2012	4

Taulukko 1: Julkisesti noteerattujen yhtiöiden liikkeeseenlaskemat hybridilainat.

Taulukosta ilmenee varsin hyvin hybridilainan luonne yhtenä yrityksen kriisirahoituksen muotona. Ensimmäiset hybridilainat laskettiin liikkeelle vuoden 2008 finanssikriisin alun jälkeen, kun pankkirahoituksen saatavuus markkinoilla yllättäen tiukkeni yhtäaikaan taloudellisen tilanteen yleisen heikentymisen kanssa. Taulukosta ilmenee myös se, että hybridilainalla hankit-

13 Omavaraisuutta voitaisiin parantaa myös sijoituksella osakeyhtiölain (21.7.2006/624, OYL) 8:2:ssä tarkoitettuun sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon tai OYL 11:3:ssä tarkoitettulla osakepääomasijoituksella. Käytännössä tällainen vaihtoehto ei tule kyseeseen julkisesti noteeratussa yhtiössä, koska sijoitus on yleensä osakkeenomistajan näkökulmasta kannattava vain silloin, kun kaikki osakkeenomistajat tekevät vastaavan sijoituksen. Tämä ei käytännössä toteudu julkisesti noteeratussa yhtiössä.

14 Lautjärvi 2012. Takaisinmaksuajalla viitataan taulukossa takaisinmaksuoption toteuttamisen ajankohtaan, sillä taulukossa mainitut lainat ovat periaatteessa laina-ajaltaan ikuisia.

tu rahoitus on yrityksen näkökulmasta erittäin kallista. Lainojen korot ovat vaihdelleet 8,50–12,00 prosentin välillä, kun esimerkiksi Helsingin pörssissä¹⁵ noteerattujen yhtiöiden keskimääräinen osinkotuotto vaihteli 2,6–3,7 prosentin välillä vuosina 2008–2010¹⁶. Hybridilainan tuottovaatimus on siten erittäin korkea verrattuna sille vaihtoehtoisiin rahoitusmuotoihin.¹⁷

Arvopaperimarkkinalain (14.12.2012/746, AML) säännökset mahdollistavat erilaisten hybridi-instrumenttien tarjoamisen yleisölle samoin kuin niiden hakemisen julkisen kaupankäynnin kohteeksi.¹⁸ Käytännössä hybridilainoja ei kuitenkaan ole juuri tarjottu yleisölle tai haettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Edellä olevassa taulukossa luetelluista hybridilainoista ainoastaan Spondan vuonna 2008 liikkeeseenlaskema hybridilaina on haettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi.¹⁹

Tässä artikkelissa tarkastellaan suomalaisille rahoitusmarkkinoille suunnatun hybridilainan liikkeeseenlaskuun liittyviä oikeudellisia kysymyksiä. Tarkastelun painopiste on arvopaperimarkkinaoikeudellisissa kysymyksissä, erityisesti tilinpäätös- ja muussa taloudellisessa raportoinnissa. Huomioon otetaan lisäksi keskeiset kysymykset muiden asiaan läheisesti liittyvien oikeudenalojen kannalta. Tämä on tarpeellista niin asiaa koskevan arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn kuin myös itse tutkimuskohteen ymmärtämiseksi. Koska tarkastelu keskittyy eri oikeudenalojen kannalta keskeisim-

15 NASDAQ OMX Helsinki.

16 Kauppalehti / Balance Consulting 2011.

17 Hybridilainan tuottovaatimuksia ei voida suoraan verrata esimerkiksi osinkotuottoihin, sillä osakkeesta saatava kokonaistuotto muodostuu sekä osinkotuotosta että osakkeen arvonnoususta. Toisaalta osakkeen arvo perustuu rahoitusteorian mukaan ainoastaan osakkeen tulevaisuudessa kerryttämiin osinkoihin. Vertailu havainnollistaa kuitenkin karkealla tasolla hybridilainarahoituksen kalleutta. Ks. tarkemmin Ross ja muut 2005, s. 112 ss.

18 Vuoden 2013 alusta voimaantulleessa arvopaperimarkkinalaissa ei käytetä julkisen kaupankäynnin käsitettä. Julkisen kaupankäynnin käsite on arvopaperimarkkinalaissa korvattu käsitteellä kaupankäynti säännellyllä markkinalla, jolla tarkoitetaan kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain (14.12.2012/748) 1:2:n 6 kohdan mukaan pörssin tai sitä muussa ETA-valtiossa vastaavan markkinoiden ylläpitäjän ylläpitämää monenkeskistä kaupankäyntimenettelyä. HE 32/2012 vp, s. 212 mukaan monenkeskisen kaupankäynnin määritelmä vastaa vuoden 1989 arvopaperimarkkinalain (26.5.1989/495) 1:3:n julkisen kaupankäynnin määritelmää kuitenkin niin, että määritelmä kattaa myös muussa ETA-valtiossa toimivat säännellyt markkinat. Kun tässä artikkelissa käytetään julkisen kaupankäynnin käsitettä, tarkoitetaan sillä kaupankäyntiä Helsingin arvopaperipörssissä.

19 Spondan liikkeeseen laskemasta hybridilainasta on laadittu 23.9.2008 päivätty esite.

piin kysymyksiin, esimerkiksi monet yhtiöoikeudelliset erityiskysymykset on rajattu kokonaan tarkastelun ulkopuolelle.

Artikkelissa on oikeustieteellisen analyysin lisäksi tarkasteltu hybridilainan käsittelyä viiden suomalaisen julkisesti noteeratun yhtiön tilikauden 2012 tilinpäätöksissä ja tilinpäätöstiedotteissa, tilikauden 2013 ensimmäisen vuosineljänneksen osavuositarkastuksissa sekä hybridilainaa koskevissa pörssitiedotteissa. Tarkastelun kohteena ovat Sponda Oyj:n (jäljempänä ”Sponda”), Ponsse Oyj:n (jäljempänä ”Ponsse”), Cramo Oyj:n (jäljempänä ”Cramo”), Finnair Oyj:n (jäljempänä ”Finnair”) ja Ahlström Oyj:n (jäljempänä ”Ahlström”) hybridilainat.²⁰

Artikkeli koostuu neljästä luvusta. Artikkelin ensimmäisessä luvussa esitetään aiheen taustaa ja tilastotietoa. Toisessa luvussa käsitellään hybridilainan määritelmää ja hybridilainan keskeisiä ominaispiirteitä velvoite-, yhtiö-, kirjanpito- ja vero-oikeudellisesta näkökulmasta. Kolmannessa luvussa käsitellään hybridilainaan liittyviä arvopaperimarkkinaoikeudellisia tiedonantovelvoitteita. Tarkastelun kohteena on hybridilainan tarjoaminen ja listalleotto sekä hybridilainaan liittyvä säännöllinen ja jatkuva tiedonantovelvollisuus. Neljännessä luvussa esitetään kokoavia päätelmiä.

2 Hybridilaina osana välipääomarahoitusta

2.1 Tarkastelun lähtökohtia

Yrityksen rahoitusinstrumentteja voidaan tarkastella usean eri oikeudenalan näkökulmasta. Vaihtoehtoisia tarkastelunäkökuilmaia ovat muun muassa velvoiteoikeuden, yhtiöoikeuden, kirjanpito-oikeuden, vero-oikeuden ja arvopaperimarkkinaoikeuden näkökulma. Oikeusjärjestys ei ole kaikilta osin johdonmukainen ja yhtenäinen kokonaisuus, minkä vuoksi saman rahoitusinstrumentin luokittelu ja ominaisuudet voivat jossain määrin vaihdella eri oikeudenaloilla. Hybridilainaksi luokiteltavat rahoitusinstrumentit ovat tyypillisesti juuri tällaisia instrumentteja.

20 Yksi artikkelin kannalta keskeinen viranomaislähde on Finanssivalvonnan (FIVA) standardit. Useita standardeja ollaan tätä artikkelia kirjoitettaessa uudistamassa arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistuksesta johtuen. Tässä artikkelissa on käytetty lähdeaineistona voimassaolevia vuoden 1989 arvopaperimarkkinalain mukaisia standardeja siltä osin, kuin nykyisen sääntelyn sisältö vastaa aikaisempaa sääntelyä.

Edellä mainittuja oikeudenaloja koskeva keskeinen sääntely ei tunne rahoitusinstrumenttia nimeltään hybridilaina eikä sisällä sitä koskevaa nimenomaista erityissääntelyä. Siksi on tarpeen täsmentää hybridilainan määritelmä. Hybridilainalla tarkoitetaan tässä artikkelissa yhtiöoikeudelliselta luonteeltaan muuta kuin oman pääoman ehtoista rahoitusinstrumenttia, joka kuitenkin esitetään omana pääomana yrityksen tilinpäätöksessä. Kyseessä on toisin sanoen sellainen rahoitusinstrumentti, joka ei ole yhtiöoikeudellisesta näkökulmasta omaa pääomaa, vaikka sillä on tiettyjä oman pääoman piirteitä. Tarkastelun lähtökohdaksi otetaan OYL 12 luvun säännösten mukainen pääomalaina ja velkakirjalain (31.7.1947/622, VKL) 34.2 §:ssä tarkoitettu debentuurilaina. Näiden instrumenttien lisäksi edellä mainitun hybridilainan määritelmän voi täyttää myös muu oman pääoman ominaisuuksia omaava vieraan pääoman ehtoinen instrumentti.²¹

Pääomalainan määritelmä perustuu osakeyhtiölakiin ja debentuurilainan määritelmä velkakirjalakiin. OYL 12:1:n mukaan pääomalainan pääoma ja korko saadaan maksaa yhtiön selvitystilassa ja konkurssissa vain kaikkia muita velkoja huonommalla etuoikeudella ja pääoman tai koron maksamisesta yhtiö tai sen tytäryhteisö ei saa antaa vakuutta.²² VKL 34.2 §:n mukaan joukkovelkakirja, jonka etuoikeus on liikkeeseenlaskijan muita sitoumuksia huonompi, on nimettävä debentuuriksi. Debentuurin liikkeeseenlaskija tai sen konserniin kuuluva yhteisö taikka liikkeeseenlaskijan kanssa samaan, luottolaitostoiminnasta annetussa laissa tarkoitettuun konsolidointiryhmään kuuluva yhteisö ei saa asettaa vakuutta debentuurin maksamisesta. Pääomalaina ja debentuurilaina ovat siten molemmat suoraan lain nojalla viimesijaisia ja vakuudettomia velkoja.

Pääomalainaan ja debentuurilainaan perustuvan saatavan asemasta konkurssissa ja ulosotossa säädetään velkojien maksunsaantijärjestyksestä annetussa

21 Edellä mainitun hybridilainan määritelmän voi täyttää esimerkiksi laina-ajaltaan ikui-
nen, viimesijainen ja vakuudeton vaihtovelkakirjalaina. Tällaisia muita vieraan pää-
oman ehtoisia omaan pääomaan kirjattavia rahoitusinstrumentteja ei kuitenkaan jäl-
jempänä tarkastella.

22 OYL 1:1.1:ssä on lisäksi säädetty rajoituksia pääomalainan koron maksamiselle ja pää-
oman palauttamiselle.

laissa (30.12.1992/1578, MJL). Sen 6.1 §:n 3 ja 4 kohtien mukaan viimeksi suoritetaan:²³

3) saatava, joka perustuu velallisen liikkeelle laskemaan joukkovelkakirjalainaan, jos lainan ehtoissa saatavalle on määrätty huonompi etuoikeus kuin liikkeelle laskijan muille sitoumuksille; ja

4) sellaiseen lainaan perustuva saatava, jonka pääoma sekä korko ja muu hyvitys saadaan lainaehdojen mukaan maksaa yrityksen purkautuessa ja konkurssissa vain kaikkia muita velkojia huonommalla etuoikeudella.

MJL 6.2 §:n mukaan saatavien keskinäinen oikeus määräytyy kohtien numerojärjestyksessä. MJL 6.1 §:n 3 kohdassa tarkoitettu debentuurilaina on siten maksunsaantijärjestyksessä 4 kohdassa tarkoitettua pääomalainaa paremmalla etusijalla.

Pääomalainan ja debentuurilainan ehtoista voidaan sopia laissa säädettyä yksityiskohtaisemmin lainasopimuksessa. Sen ehtoissa velka voidaan esimerkiksi määritellä laina-ajaltaan ikuiseksi.²⁴ Tällaisesta velasta käytetään nimitystä perpetuaaliehtoinen laina (englanniksi *perpetuity*).²⁵ Kaikki edellä taulukossa 1 mainitut hybridilainat ovat ehdoiltaan tällaisia. Lainasopimukseen otetaan tyypillisesti optio, jonka mukaan velallinen on tietyn määräajan kuluttua oikeutettu halutessaan maksamaan lainan takaisin. Tällainen ehto on niin ikään erittäin tyypillinen hybridilainoille. Takaisinmaksuoptio sisältyi muun muassa kaikkien edellä taulukossa 1 mainittujen hybridilainojen ehtoihin.

Hybridilaina voi olla arvopaperimarkkinalain soveltamisalaan kuuluva arvopaperi. AML 2:1:n mukaan *arvopaperilla* tarkoitetaan kyseisessä laissa sellaista arvopaperia, joka on vaihdantakelpoinen ja joka on saatettu tai saatetaan yleiseen liikkeeseen useiden samansisältöisistä oikeuksista annettujen

23 HE 181/1992 vp, Yksityiskohtaiset perustelut, luku 1.1. mukaan MJL 6.1 §:n 3 kohdassa tarkoitetaan nimenomaan debentuurilainaa ja 4 kohdassa tarkoitetaan pääomalainaa.

24 Perpetuaaliehtoisia rahoitusinstrumentteja on käsitelty muun muassa teoksessa Ross ja muut 2005, s. 75–79 ja 109.

25 Lautjärvi 2012.

arvopaperien kanssa.²⁶ Lainkohdassa mainitaan esimerkkinä arvopaperista joukkovelkakirja tai muu velkasitoutumus.²⁷ Sekä pääomalaina että debenttuuri voidaan siten saattaa arvopaperimarkkina-alaissa tarkoitettuna julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Hybridilainalle muodostuu listaamisen myötä jälkimerkinnat, jolloin lainan likviditeetti paranee. Tämä puolestaan pääsääntöisesti alentaa rahoituksen kustannuksia.²⁸ Arvopaperimarkkina-ala- sääntely tulee sovellettavaksi myös silloin, jos hybridilainaa tarjotaan yleisölle merkittäväksi.

Hybridilainan tarjoamiseen ja listaamiseen liittyviä kysymyksiä on tarkasteltu jäljempänä luvussa 3. Arvopaperimarkkinaoikeudellisten kysymysten tarkastelu edellyttää hybridilainan muiden oikeudellisten ominaispiirteiden selvittämistä, minkä vuoksi ennen arvopaperimarkkinaoikeudellisten kysymysten käsittelyä tarkastellaan hybridilainan ominaisuuksia yhtiö-, kirjanpito- ja vero-oikeuden näkökulmasta.

2.2 Hybridilaina yhtiöoikeuden näkökulmasta

Osakeyhtiön pääoma jakautuu omaan ja vieraaseen pääomaan.²⁹ Omaan pääomaan luettavista eristä on säädetty OYL 8:1.1:ssä.³⁰ Lainkohdan perusteella omaa pääomaa ovat osakepääoma sekä kirjanpitolain mukainen arvokorotusrahasto, käyvän arvon rahasto ja uudelleenarvostusrahasto samoin kuin muut rahastot sekä tilikauden ja edellisten tilikausien voitto.³¹

26 HE 32/2012 vp, s. 101 mukaan AML 2:1:ssä tarkoitettu arvopaperin käsite vastaa asiallisesti Euroopan Parlamentin ja Neuvoston direktiivin 2004/39/EY rahoitusvälineiden markkinoista sekä neuvoston direktiivien 85/611/EY ja 93/6/EY ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2000/12/EY muuttamisesta ja neuvoston direktiivin 93/22/EY kumoamisesta eli rahoitusvälineiden markkinat direktiivin 4 artiklan 1 kohdan 18 alakohtaa sekä liitteen 1 C osan 1 kohdan käsitettä ”siirtokelpoinen arvopaperi”.

27 HE 32/2012 vp, s. 102 mukaan AML 2:1.1:n 2 kohtaan sisältyvät julkisten ja yksityisten osakeyhtiöiden liikkeeselaskemat joukkovelkakirjat ja muut velkasitoutukset.

28 Ross ja muut 2005, s. 334–337.

29 Osakeyhtiön pääomarakennetta on käsitelty muun muassa teoksissa Immonen ja muut 2011, s. 1 ss., Mähönen – Villa 2012, s. 68–102, Villa 2001, s. 149–163 sekä Villa 1997, s. 84–140.

30 Kirjanpitoasetuksen (30.12.1997/1339, KPA) 6 §:ssä on säännökset siitä, mitä eria esitetään omana pääomana kirjanpitolain mukaisen tilinpäätöksen laativan yrityksen taseessa. International Financial Reporting Standards -tilinpäätösstandardit eli IFRS-standardit eivät sisällä vastaavaa yksityiskohtaista tasekaavaa. IFRS-standardeihin lukeutuva International Accounting Standard (IAS) 1, *Tilinpäätöksen esittäminen*, sisältää ainoastaan säännökset tilinpäätöksessä esitettävistä vähimmäistiedoista.

31 Muita rahastoja ovat ennen osakeyhtiölain voimaantuloa syntyneet vara- ja ylikurssirahasto sekä muut kuin osakeyhtiölaissa mainitut IFRS-standardien mukaiset rahastot.

Vierasta pääomaa puolestaan on lähtökohtaisesti kaikki sellainen sijoitettu pääoma, joka ei ole omaa pääomaa.

Osakeyhtiölaissa tai muualla lainsäädännössä ei ole määritelty oman pääoman tunnusmerkkejä. Oikeuskirjallisuudessa tunnusmerkkejä on ryhmitelty varsinaisiin ja epävarsinaisiin tunnusmerkkeihin. Varsinaiset tunnusmerkit ovat yhteisiä kaikille oman pääoman ehtoosille rahoitusinstrumenteille, eikä niistä lähtökohtaisesti voida poiketa. Varsinaisia tunnusmerkkejä ovat takasijaisuus, pääoman pysyvyys ja vakuudettomuus. Epävarsinaiset tunnusmerkit ovat tunnusmerkkejä, jotka eivät koske kaikkia oman pääoman ehtoisia instrumentteja ja joista voidaan tietyin edellytyksin poiketa. Epävarsinaisia tunnusmerkkejä ovat muun muassa jako-osaisuus, osallistuminen tappion kattamiseen ja osakkeeseen liittyvät kontrollioikeudet.³²

Vieraan pääoman tunnusmerkkejä ei ole myöskään määritelty osakeyhtiölaissa tai muualla lainsäädännössä.³³ Vieraan pääoman tunnusmerkkeinä on oikeuskirjallisuudessa pidetty muun muassa velan sopimusperusteisuutta, määräaikaisuutta, tuoton ja velaksi saadun pääoman kiinteämääräistä takaisinmaksua, formalististen kontrollioikeuksien puuttumista, maksurajoitusten puuttumista sekä velkojien lähtökohtaisesti samansijaista (*pari passu*) maksunsaantiasemaa.³⁴

Välipääomarahoituksella eli niin sanotulla mezzanine-rahoituksella tarkoitetaan osakeyhtiön varainhankinnassa käytettäviä instrumentteja, jotka sisältävät sekä oman että vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen tunnusmerkkejä.³⁵ Välipääomarahoitus sijoittuu siten nimensä mukaisesti oman ja vieraan pääoman väliin. Yhtiöoikeuden näkökulmasta yleistä välipääoman luokkaa ei kuitenkaan ole olemassa. Ainoa osakeyhtiölaissa säännelty välipääomaksi luokiteltava instrumentti on pääomalaina. Debentuurilainaa tai muuta vastaavaa viimesijaista lainaa koskevia säännöksiä osakeyhtiölaissa ei ole.

Pääomalainaa koskevat säännökset ovat OYL 12 luvussa. Sen 1 §:ssä säädettyjä pääomalainan ominaisuuksia ovat takasijaisuus ja vakuudettomuus.

32 Mähönen – Villa 2012, s. 86–92, Villa 2001, s. 155–163 sekä Villa 1997, s. 84–140.

33 KPA 6 §:ssä on lueteltu ne erät, joita pidetään velkana kirjanpitolain mukaisen tilinpäätöksen laativan yrityksen taseessa.

34 Mähönen – Villa 2012, s. 102–103 sekä Villa 2001, s. 163–174.

35 Villa 2001, s. 6.

Viimeksi mainitussa lainkohdassa on lisäksi säädetty, että pääomalainan pääoma saadaan muutoin kuin selvitystilassa ja konkurssissa palauttaa ja korkoa maksaa vain siltä osin, kuin yhtiön vapaan oman pääoman ja kaikkien pääomalainojen määrä maksuhetkellä ylittää yhtiön viimeksi päättyneeltä tilikaudelta vahvistettavan tai sitä uudempaan tilinpäätökseen sisältyvän taseen mukaisen tappion määrän. Pääomalainalla on siten useita edellä mainittuja oman pääoman tunnusmerkeiksi luokiteltuja ominaisuuksia. Pääomalaina eroaa puhtaasta omasta pääomasta muun muassa siinä, että pääomalaina ei ilman nimenomaista sopimusta tuota velkojalle osakkeelle tyypillisiä kontrollioikeuksia.³⁶ Pääomalaina eroaa omasta pääomasta myös siinä, että pääomalaina voidaan sopia määräaikaiseksi, jolloin lainapääoma palautetaan eräpäivänä.³⁷ Pääomalaina eroaa debentuurista ja muista viimeisijaisista lainoista siinä, että sen viimesijaisuus perustuu lakiin, ei lainasopimuksen ehtoihin.³⁸

OYL 12:2.4:n mukaan pääomalainat merkitään taseeseen erillisenä eränä. Pääomalainaa ei nykyisessä osakeyhtiölaissa määritellä oman pääoman eräksi – toisin kuin vuoden 1978 osakeyhtiölaissa.³⁹ Osakeyhtiölain esitöiden mukaan pääomalainan käsittely velallisen taseessa määräytyy sovellettavan kirjanpitonormiston perusteella. Syynä sääntelyn muutokseen oli lain esitöiden mukaan pääasiassa se, että pääomalainaa ei IFRS-standardien mukaan yleensä voida pitää omana pääomana.⁴⁰ Pääomalaina on siten sovellettavasta kirjanpitonormistosta riippumatta esitettävä erillisenä eränä taseessa. Sovellettava kirjanpitonormisto määrää sen, esitetäänkö pääomalaina omana vai vieraana pääomana.⁴¹ Hybridilainaan ei sovelleta OYL 12 luvun pääomalainaa koskevia säännöksiä, jollei lainaehtoissa ole nimenomaisesti toisin sovittu.⁴²

36 Velkojalle voidaan antaa oman kontrollioikeuksia lainasopimuksen erityisehdoilla eli niin sanotuilla kovenanttiehdoilla. Välimäki 2010, s. 464–478 ja Hemmo 2001, s. 325–332.

37 Jos velan eräpäivästä ei ole nimenomaisesti sovittu, velka on VKL 5.1 §:n nojalla maksettava takaisin vaadittaessa ja oikeutettu maksamaan sen, milloin itse haluaa.

38 Airaksinen ja muut 2010, s. 794.

39 Vuoden 1978 osakeyhtiölain (29.9.1978/734) 5:1.1:n 4 kohta sisälsi edellytyksen, että pääomalainan pääoma tuli kirjata taseeseen omaan pääomaan erillisenä eränä.

40 HE 109/2005 vp, s. 120.

41 Kirjanpitokäsittely ei ratkaise sitä, onko rahoitusinstrumentti yhtiöoikeudellisesti omaa vai vierasta pääomaa. Mähönen – Villa 2012, s. 84–86.

42 Airaksinen ja muut 2010, s. 794.

Osakeyhtiölain esitöissä on todettu, että yhtiöllä voi olla myös muita viimesijaisia lainoja.⁴³ Tällainen voi olla esimerkiksi debentuurimuotoinen hybridilaina. Yhtiöoikeudellisesta näkökulmasta debentuurilaina on vierasta pääomaa, vaikka siihen liittyisi tiettyjä oman pääoman ominaisuuksia. Debentuurilaina ei siten yhtiöoikeudellisesta näkökulmasta lähtökohtaisesti eroa yrityksen muista veloista. Velvoiteoikeudellisesti tilanne on kuitenkin toinen. VKL 34.2 §:n ja MJL 6.1 §:n säännösten perusteella debentuurilainan etusija on liikkeeseenlaskijan muita sitoumuksia huonompi, eikä lainalle saa antaa vakuutta. Debentuurilainan ehtoja voidaan lisäksi muokata sopimuksin. Tällä tavoin lainan asemaa voidaan muokata suhteessa yrityksen muuhun vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen samoin kuin debentuurilainojen keskinäisessä suhteessa.

2.3 Hybridilainan kirjanpitokäsittely

Tilinpäätösinformaatio on arvopaperimarkkinoiden toimijoiden keskeisin tietolähde.⁴⁴ Tilinpäätösinformaatiota koskevalla sääntelyllä on siten arvopaperimarkkinaoikeudellisesta näkökulmasta keskeinen merkitys.⁴⁵ Tilinpäätösinformaatiota koskeva keskeinen sääntely ei kuitenkaan sisälly arvopaperimarkkinalakiin vaan kirjanpitolakiin ja -asetukseen sekä IFRS-standardeihin. Näistä erityisesti IFRS-standardeilla on keskeinen merkitys arvopaperimarkkinoilla toimivien sijoittajien tiedonsaannin kannalta.⁴⁶ Kir-

⁴³ HE 109/2005 vp, s. 120.

⁴⁴ Knüpfér – Puttönen 2012, s. 225.

⁴⁵ IFRS-normiston tilinpäätöksen laatimista ja esittämistä koskevien yleisten perusteiden (*Conceptual Framework*) OB2:n mukaan tilinpäätöksen keskeisin tavoite on tuottaa informaatiota oman ja vieraan pääoman sijoittajille.

⁴⁶ IFRS-standardit eli kansainväliset tilinpäätösstandardit ovat osa IFRS-normistoa. IFRS-normisto koostuu kolmesta osasta, jotka ovat tilinpäätöksen laatimista ja esittämistä koskevat yleiset perusteet (Framework), IFRS-standardit sekä International Financial Reporting Interpretations Committee (IFRIC) -tulkintaohjeet. IFRS-standardit valmistelee ja antaa International Accounting Standards Board (IASB), joka on International Accounting Standards Committee (IASC) -nimiseen säätiöön kuuluva toimielin. IASC on riippumaton, voittoa tavoittelematon yksityisoikeudellinen organisaatio, jonka keskeisenä tavoitteena on kehittää tilinpäätösraportointia. IASB toimii läheisessä yhteistyössä sidosryhmien kuten sijoittajien, julkishallinnon ja laskentatöiden ammattilaisten kanssa. IFRS-standardit tulevat osaksi EU-lainsäädäntöä Euroopan parlamentin ja Neuvoston antamassa asetuksessa 1606/2002 kansainvälisten tilinpäätösstandardien soveltamisesta (IAS-asetus) tarkoitetun hyväksymismekanismiin (*endorsement mechanism*) kautta. Hyväksymismekanismiin läpäissyt standardi saatetaan voimaan Euroopan komission antamalla asetuksella. Voimassaolevat IAS-standardit luetaan osaksi IFRS-standardeja.

janpito-oikeudelliset säädökset voidaan siten perustellusti lukea myös osaksi arvopaperimarkkinaoikeudellista sääntelyä.

Arvopaperimarkkinalaki sisältää ainoastaan muutamia tilinpäätöstä koskevia säännöksiä. AML 7:5:n mukaan liikkeeseenlaskijan on julkistettava tilinpäätöksensä ja toimintakertomuksensa ilman aiheetonta viivytystä viimeistään kolme viikkoa ennen sitä yhtiökokousta, jossa tilinpäätös on esitettävä vahvistettavaksi, kuitenkin viimeistään kolmen kuukauden kuluessa tilikauden päättymisestä.⁴⁷ Säännös koskee samassa laajuudessa sekä oman että vieraan pääoman ehtoisen arvopapereiden liikkeeseenlaskijaa, joten säännös soveltuu myös pelkän hybridilainan liikkeeseen laskeneeseen yritykseen.⁴⁸ AML 7:6:n mukaan tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen tulee antaa oikea ja riittävä kuva liikkeeseenlaskijan toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta.⁴⁹ Edellä mainitut arvopaperimarkkinalain säännökset ovat luonteeltaan lähinnä varsinaista kirjanpito-oikeudellista normistoa täydentäviä.

KPL 7 a luvun 2 §:n 1 momentin mukaan kirjanpitovelvollisen, jonka liikkeeseen laskemat arvopaperit ovat arvopaperimarkkinalaissa tarkoitetun julkisen kaupankäynnin tai sitä vastaavan kaupankäynnin kohteena Euroopan talousalueeseen kuuluvan valtion lainsäädännön alaisessa arvopaperipörssissä, tulee laatia konsernitilinpäätöksensä kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja noudattaen. Kansainvälisillä tilinpäätösstandardeilla tarkoitetaan KPL 7 a luvun 1 §:n mukaan kansainvälisten tilinpäätösstandardien soveltamisesta annetussa Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksessa (EY) N:o 1606/2002 säädetyn menettelyn mukaisesti yhteisössä sovellettaviksi hyväksytyjä standardeja ja niistä annettuja tulkintoja. Säännöksellä viitataan IFRS-standardeihin.

47 AML 7:5:n säännös on OYL 5:22.1:n nojalla ensisijainen osakeyhtiölain vastaavaan säännökseen nähden.

48 HE 32/2012 vp, s. 121.

49 AML 7:6 vastaa sisällöltään kirjanpitolain (30.12.1997/1336 KPL) 3:2.1:a. AML 7:6:n säännös on silti tarpeen, koska KPL 3:2.1:a ei KPL 7a:4:n nojalla sovelleta IFRS-standardien mukaisesti laadittuun tilinpäätökseen. AML 7:6:ssä nimenomaisesti säädetty oikeiden ja riittävien tietojen vaatimus on tarpeen erityisesti sen vuoksi, että IFRS-standardeissa ei ole säännöksiä toimintakertomuksesta, vaan toimintakertomusta koskeva sääntely sisältyy KPL 3:1.4–6:ihin. Toimintakertomuksen osalta oikeiden ja riittävien tietojen vaatimus on siten säännelty ainoastaan arvopaperimarkkinalaissa.

IFRS-standardeja soveltava yritys jaottelee oman ja vieraan pääoman tilinpäätöksessään IAS 32, *Rahoitusinstrumentit: esittämistapa*, -standardin mukaisesti. IAS 32.2:n mukaan kyseinen standardi asettaa ne periaatteet, joita sovelletaan rahoitusinstrumenttien esittämiseen velkoina tai omana pääomana sekä rahoitusvarojen ja -velkojen vähentämiseen toisistaan. Standardi koskee rahoitusinstrumenttien luokittelua liikkeeseenlaskijan näkökulmasta katsottuna rahoitusvaroihin, rahoitusvelkoihin ja oman pääoman ehtoihin instrumentteihin.

Rahoitusvelalla tarkoitetaan IAS 32.11:n perusteella muun muassa mitä tahansa velkaa, joka on sopimukseen perustuva velvollisuus luovuttaa toiselle yhteisölle käteisvaroja tai muita rahoitusvaroja sekä tietyin rajoituksin myös sellaista sopimusta, joka tullaan toteuttamaan tai saatetaan toteuttaa yhteisön omina oman pääoman ehtoisina instrumentteina. Tästä poiketen instrumentti, joka vastaa rahoitusvelan määritelmää, luokitellaan oman pääoman ehtoiseksi instrumentiksi, jos sillä on kaikki standardin kappaleissa 16A ja 16B tai kappaleissa 16C ja 16D tarkoitetut ominaisuudet ja se täyttää kyseisissä kappaleissa tarkoitetut ehdot. Mainitut kappaleet sisältävät erittäin yksityiskohtaiset edellytykset siitä, milloin rahoitusinstrumentti kirjataan liikkeeseenlaskijan omaan pääomaan.⁵⁰ Säännökset voivat tulla sovellettavaksi osakeyhtiölain mukaiseen pääomalainaan tai VKL 34.2 §:ssä tarkoitettuun debentuurilainaan.⁵¹

IAS 32.15:n mukaan rahoitusinstrumentin liikkeeseenlaskijan on luokiteltava instrumentti tai sen osatekijät rahoitusvelaksi, rahoitusvaroihin kuuluvaksi eräksi tai omaksi pääomaksi sitä alun perin kirjanpitoon merkittäessä sopimukseen perustuvan järjestelyn tosiasiallisen sisällön sekä rahoitusvelan, rahoitusvaroihin kuuluvan erän ja oman pääoman ehtoisen instrumentin määritelmien mukaisesti. Rahoitusinstrumentin kirjanpito-kohtelun kannalta ratkaisevaa on siten paitsi standardin määritelmät, myös järjestelyn

50 Oman ja vieraan pääoman piirteitä omaava instrumentti saattaa myös olla yhdistelmäinstrumentti, joka on kirjattava IFRS-tilinpäätöksessä osin rahoitusvelaksi ja osin omaksi pääomaksi. Tällainen on esimerkiksi vaihtovelkakirjalaina. Yhdistelmäinstrumenttien kirjanpitokäsittelystä ks. esim. Haaramo ja muut 2013, OSA II, luku 6.8.2.2.

51 Säännökset edellyttävät käytännössä sitä, että ainoastaan yksi rahoitusvelan määritelmän täyttävä instrumentti voidaan kirjata omaan pääomaan. Jos osakeyhtiöllä on sekä pääoma- että debentuurilaina, ainoastaan pääomalaina voidaan ilmeisesti kirjata omaan pääomaan, sillä se on maksunsaantijärjestyksessä debentuurilainaa huonommalla etusijalla.

tosiasiallinen sisältö. Tosiasiallinen sisältö viittaa tilinpäätösinformaation tuottamisessa noudatettavaan sisältöpainotteisuuteen. IAS 32.18:ssa todetaan erikseen, että rahoitusinstrumentin luonne määrää sen luokittelun liikkeeseenlaskijan taseessa, ei niinkään rahoitusinstrumentin oikeudellinen muoto. Luokittelua tehtäessä on lisäksi otettava huomioon IAS 32:ssa esitetyt rahoitusvelkojen, rahoitusvarojen ja oman pääoman määritelmät.⁵²

Pääomalaina ja debentuurilaina ovat lähtökohtaisesti IAS 32.11:ssä tarkoitettuja rahoitusvelkoja, jotka kirjataan vieraaseen pääomaan IFRS-standardien mukaisessa tilinpäätöksessä. Vieraaseen pääomaan kirjaaminen on siten kyseisten rahoitusinstrumenttien käsittelyn pääsääntö IFRS-standardien mukaisessa tilinpäätöksessä.⁵³ Jos lainaehdoissa on kuitenkin nimenomaisesti sovittu siitä, että lainalla ei ole eräpäivää, laina kirjataan omaan pääomaan.

Suomalaiset julkisesti noteeratut yritykset laativat edelleen lähes poikkeuksetta erillistilinpäätöksensä kirjanpitolain säännösten mukaisesti.⁵⁴ Osakeyhtiölain esitöissä on todettu, että kirjanpitolakia sovellettaessa pääomalainaa pidetään lähtökohtaisesti vieraana pääomana.⁵⁵ Kirjanpitolautakunta (KILA) on tähän tukeutuen tuloslaskelman ja taseen esittämistä koskevassa yleisohjeessaan sekä lausunnossaan KILA 1787/2006 katsonut, että pääomalaina kirjataan vieraaseen pääomaan kirjanpitolain mukaisessa tilinpäätöksessä.⁵⁶ Pääomalainaan liittyvät oman pääoman piirteet, kuten eräpäivättömyys, eivät muuta tätä seikkaa. Kirjanpitolautakunta on edellä mainitussa lausunnossaan todennut myös sen, että vieraan pääomaan ehtoinen käsittely koskee lähtökohtaisesti myös muita viimesijaisia lainoja, joiden ehdot poikkeavat tavanomaisista lainoista, mutta jotka eivät täytä pääomalainan vähimmäisvaatimuksia.⁵⁷ Myös debentuurilaina kirjataan siten aina vieraaseen pääomaan.⁵⁸ Tällaista lopputulosta voidaan perustella sillä, että debentuurilainaa ei ole säädetty omaksi pääomaksi ja debentuurilaina on

52 Haaramo ja muut 2013, OSA II, luku 6.8.2.1.

53 Tämä vastaa osakeyhtiölain esitöissä (HE 109/2005 vp, s. 120) esitettyä näkemystä.

54 Kirjanpitolain säännösten mukaisesta tilinpäätöksestä käytetään myös varsin usein englanninkielestä peräisin olevaa nimitystä FAS-tilinpäätös. Nimitys perustuu sanoihin *Finnish Accounting Standards*.

55 HE 109/2005 vp, s. 120.

56 KILA 2006, luku 4.4 ja liite 3 sekä KILA 1787/24.10.2006, luku 2.3.

57 KILA 1787/24.10.2006, luku 2.3.

58 Kaisanlahti ja muut 2009, s. 370.

maksunsaantijärjestyksessä korkeammalla etusijalla kuin pääomalaina, joka kirjataan vieraaseen pääomaan.

KPA 6 §:n mukaisessa tasekaavassa pääomalinaksi luokiteltava hybridilaina esitetään omana erillisenä vieraan pääoman eränään ennen muita vieraan pääoman eriä. Debentuuriksi luokiteltava hybridilaina puolestaan esitetään lähtökohtaisesti taseen erässä ”joukkovelkakirjalainat”.⁵⁹ Muu hybridilainaksi luokiteltava viimesijainen laina esitetään luonteensa perusteella määrättyvässä erässä, esimerkiksi erässä ”lainat rahoituslaitoksilta”.

Hybridilainan käsittely vaihteli jossain määrin tarkastelun kohteena olleissa tilikauden 2012 tilinpäätöksissä. Spondan ja Ponsen konsernitaseissa hybridilaina sisältyi oman pääoman erään ”muut rahastot” ja Finnairin konsernitaseessa erään ”muu oma pääoma”. Konsernin oman pääoman muutoksia koskevissa laskelmissa hybridilaina sisältyi vastaavan oman pääoman erän muutokseen. Cramon ja Ahlströmin konsernitaseissa hybridilaina esitettiin omana eränään. Cramon konsernitaseessa hybridilainasta käytettiin nimitystä ”hybridi pääoma” ja Ahlströmin konsernitaseessa nimitystä ”oman pääoman ehtoinen laina”. Vastaavaa esitystapaa sovellettiin myös konsernin oman pääoman muutoksia koskevissa laskelmissa.

Konsernien emoyhtiöiden erillistilinpäätöksissä hybridilainaa käsiteltiin poikkeuksetta vieraan pääoman eränä. Spondan, Ponsen ja Finnairin erillistilinpäätösten taseissa hybridilaina oli tarkemmin erittelemättä sisällytetty osaksi lyhyt- tai pitkäaikaista vierasta pääomaa. Sen sijaan Cramon ja Ahlströmin taseissa hybridilaina esitettiin erillisenä eränään. Ensin mainitussa hybridilainasta käytettiin nimitystä ”hybridilaina” ja jälkimmäisessä nimitystä ”oman pääoman ehtoinen laina”. Kaikkien tarkastelun kohteena olleiden tilinpäätösten liitetiedot sisälsivät maininnan hybridilainasta ja sen keskeisistä ehdoista.

Cramon ja Ahlströmin tilinpäätökset antoivat yleisesti ottaen parhaimmat tiedot hybridilainasta. Ne olivat siten sijoittajainformaation näkökulmasta parhaiten laadittuja. Finnairin tilinpäätös oli tarkastelun kohteena olleista tilinpäätöksistä epäinformatiivisin, sillä Finnairin erillistilinpäätöksessä ei

⁵⁹ KILA 2006, luku 4.4 ja liite 3 ja Kaisanlahti ja muut 2009, s. 370.

käsitelty lainkaan hybridilainaa. Hybridilainan hieman epäyhtenäinen kirjanpitokäsittely voi vaikeuttaa tilinpäätösinformaation hyödyntämistä sijoituspäätöksiä tai muuta arvopapereita koskevaa analyysiä tehtäessä.

Yhdessäkään tarkastelun kohteena olleesta tilinpäätöksestä ei nimenomaisesti käynyt ilmi, oliko tilinpäätöksen hybridilaina pääomalaina, debenttuurilaina vai jokin muu viimesijainen laina. Cramon ja Ahlströmin osalta hybridilainan kirjanpitokäsittelystä voidaan kuitenkin tehdä päätelmä, että kyseessä on pääomalaina, sillä hybridilaina esitettiin omana eränään sekä konserni- että erillistilinpäätöksessä. Spondan, Ponsen ja Finnairin hybridilainat olivat todennäköisesti debenttuurimuotoisia lainoja.

2.4 Hybridilainan verokohtelu

Oman ja vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen verokohtelussa on useita eroja. Keskeinen ero liittyy pääoman käytöstä suoritettujen korvauksien vähennyskelpoisuuteen yrityksen verotuksessa.⁶⁰ Velan korko on elinkeinotulon verotuksessa vähennyskelpoista elinkeinotulon verottamisesta annetun lain (24.6.1968/360, EVL) 7 §:n menon vähennyskelpoisuutta koskevan yleissäännöksen nojalla.⁶¹ Osinko tai muu oman pääoman käytöstä suoritettu korvaus ei sen sijaan ole maksajan verotuksessa vähennyskelpoista menoa. Vieraan pääoman ehtoinen rahoitus on siten verotuksen näkökulmasta oman pääoman ehtoista rahoitusta edullisempaa.

EVL 18.1 §:n 2 kohdan mukaan elinkeinotoiminnasta johtuneen velan korko on vähennyskelpoinen myös silloin, kun korko riippuu liikkeen tuloksesta. Vuoden 1978 osakeyhtiölain aikaisessa oikeuskäytännössä vähennyskelpoiseksi koroksi on katsottu muun muassa pääomalainaksi luokiteltavan vaihtovelkakirjalainan ja pääomalainan ehtoisen debenttuurilainan korko. Molemmissa tapauksissa laina oli kirjattu velallisyhtiön omaan pääomaan.⁶² Ratkaisuisista ilmenevää oikeusohjetta on sovellettu verotuskäytännössä myös

60 Oman ja vieraan pääoman ehtoinen rahoitus eroavat muun muassa yrityksen nettovarallisuutta laskettaessa.

61 Verovuodesta 2014 alkaen korkojen vähennyskelpoisuutta rajoitetaan 1.1.2013 voimaantulleeseen uuden EVL 18 a §:n mukaisesti (laki elinkeinotulon verottamisesta annetun lain muuttamisesta 983/2012).

62 KHO 29.9.1995 taltio 3932 ja KHO 29.9.1995 taltio 3933.

nykyisen osakeyhtiölain voimaantulon jälkeen.⁶³ Pääsääntöisesti pääomailaina on luokiteltavissa vieraan pääoman ehtoiseksi, jolloin korko on vähennyskelpoista.⁶⁴ Debentuurilainan tai muun viimesijaisen lainan korko lienee poikkeuksetta verotuksessa vähennyskelpoinen. Ratkaisu koron vähennyskelpoisuudesta on kuitenkin aina tehtävä tapauskohtaisesti lainan taloudellinen luonne huomioon ottaen.

Pääoman käytöstä saadun korvauksen käsittely sijoittajan verotuksessa eroaa sen mukaan, onko kyseessä oman vai vieraan pääoman käytöstä saatu korvaus. Osingon verokohtelu vaihtelee lisäksi riippuen siitä, kuka on osingon maksaja ja kuka osingon saaja. Osakeyhtiön saama osinko on useissa tilanteissa kokonaan verovapaata tuloa ja luonnollisen henkilön saama osinko osittain verovapaata tuloa.⁶⁵ Korko puolestaan on pääsääntöisesti veronalaisista tuloa riippumatta koron saajasta. Elinkeinotoimintaan liittyvä korko on säädetty veronalaiseksi tuloksi EVL 5 §:n 4 kohdassa ja muuhun toimintaan liittyvä korko TVL 33 §:ssä. Yhteisön saama korkotulo on 24,5 prosentin yhteisöverokannan mukaisesti verotettavaa tuloa ja luonnollisen henkilön saama korkotulo 30 tai 32 prosentin pääomatulon verokannan mukaisesti verotettavaa tuloa.⁶⁶

Luonnollisen henkilön saamaan korkotuloon sovelletaan tietyissä tilanteissa tuloverolain mukaisen pääomatulon verotuksen sijaan korkotulon lähdeverosta annetun lain (28.12.1990/1341, KLähdeVL) mukaista verotusta. KLähdeVL 3.1 §:n 2 kohdan mukaan korkotulon lähdeveroa on suoritettava velkakirjalain 34 §:ssä tarkoitettulle joukkovelkakirjalainalle maksettua korosta, jos laina on tarjottu yleisön merkittäväksi.⁶⁷ KLähdeVL 6.1 §:n mukaan korkotulon lähdeveron määrä on 30 prosenttia joukkovelkakirjalai-

63 Verohallinto 1997. Kyseinen Verohallinnon ohjeistus on annettu ennen nykyisen osakeyhtiölain voimaantuloa, mutta se on edelleen voimassa.

64 Tikka ja muut 2013, luku 9.1.1.3 sekä Helminen 2013, luku 9.3.3.

65 Elinkeinotoiminnan tulolähteeseen kuuluvien osakkeiden perusteella saadun osingon verokohtelusta säädetään EVL 6 a §:ssä ja muun toiminnan tulolähteeseen kuuluvien osakkeiden perusteella maksetun osingon verokohtelusta tuloverolain (30.12.1992/1535, TVL)) 33 a–33 d §:issä. Ensin mainittu säännös tulee pääsääntöisesti sovellettavaksi osakeyhtiön saamaan osinkoon ja jälkimmäisenä mainitut säännökset luonnollisen henkilön saamaan osinkoon.

66 Verovuodelta 2013 toimitettavassa tuloverotuksessa sovellettavista verokannoista on säädetty lailla (1515/2011) muutetussa TVL 124 §:ssä.

67 KLähdeVL 3.1 §:n 2 kohdan jälkimmäisen lauseen mukaan lähdeveroa ei ole kuitenkaan suoritettava, jos lainasta ei ole laadittava esitettä arvopaperimarkkinalain 4 luvun 3 §:n 1 momentin 1–3 kohdan nojalla.

nalle maksetusta korosta. Hybridilainan mahdollinen tarjoaminen yleisölle vaikuttaa siten olennaisesti koron verokohteluun luonnollisen henkilön verotuksessa.

Rajoitetusti verovelvollisen eli tuloverolain säännösten mukaan ulkomailta asuvan yhteisön suomalaiselta osakeyhtiöltä saama osinko on rajoitetusti verovelvollisen tulon verottamisesta annetun lain (11.8.1978/627, LähdeVL) 3.6 §:ssä säädetyin edellytyksin Suomen verosta vapaata tuloa, jos osingon saaja omistaa vähintään 10 prosenttia osingon jakavan yhtiön pääomasta. Rajoitetusti verovelvollisen luonnollisen henkilön saamasta osingosta on maksettava Suomeen 30 prosentin suuruinen lähdevero, jos verosopimus ei rajoita Suomen verotusoikeutta.⁶⁸ Rajoitetusti verovelvollisen Suomesta saama korkotulo on sen sijaan pääsääntöisesti verovapaata TVL 9.2 §:n nojalla. Säännös koskee muun muassa obligaatiolle, debenttuurille, muulle joukkovelkakirjalainalle maksettua korkoa sekä sellaiselle ulkomailta Suomeen otetulle lainalle maksettua korkoa, jota ei ole katsottava lainansaajan omaan pääomaan rinnastettavaksi pääomansijoitukseksi. Sääntely johtaa käytännössä ulkomaille maksettujen korkojen täyteen verovapauteen, jos koron saaja asuu sellaisessa valtiossa, joka poistaa kaksinkertaisen verotuksen vapautusmenetelmällä.

Hybridilainasta voidaan edellä mainitun perusteella varsin helposti rakentaa sellainen rahoitusinstrumentti, jota käsitellään velallisyhtiön IFRS-tilinpäätöksessä omana pääomana ja verotuksessa vieraana pääomana. Tällöin hybridilaina vahvistaa velallisyhtiön rahoitusasemaa oman pääoman tavoin, mutta lainan korot voidaan verotuksessa vähentää muiden vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen tavoin. Hybridilainalle maksettavan koron määrä voidaan lisäksi sitoa yrityksen tulokseen, jolloin instrumentti vastaa tuotto-
profiililtaan oman pääoman ehtoista sijoitusta, mutta jonka korko voidaan vähentää verotuksessa. Edellä mainitut periaatteet koskevat lähtökohtaisesti samalla tavoin sekä julkisen kaupankäynnin kohteeksi haettua että muuta hybridilainaa.

⁶⁸ LähdeVL 3.5 ja 3.6 sekä 7 §:issä on varsin yksityiskohtaiset säännökset rajoitetusti verovelvolliselle maksetusta korosta perittävästä lähdeverosta.

Suomessa yleisesti verovelvollisen yhteisömuotoisen velkojan näkökulmasta ei ole juurikaan merkitystä, onko hybridilaina haettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi vai ei, sillä lainasta saatu korkotulo on kummassakin tapauksessa veronalaista tuloa. Suomessa yleisesti verovelvollisen luonnollisen henkilön kannalta lainan hakemisella julkisen kaupankäynnin kohteeksi voi olla suurikin merkitys, sillä yleisölle tarjottuun hybridilainaan perustuvan joukkovelkakirjalainan korko on korkotulon lähdeverotuksen piirissä. Koron verotus on tällöin bruttoverotusta. Luonnollinen henkilö ei voi toisin sanoen vähentää hybridilainasta saamastaan korkotulosta siihen – tai muuhunkaan tulonhankkimistoimintaansa – kohdistuvia menoja.⁶⁹

Suomessa rajoitetusti verovelvollisen velkojan kannalta hybridilainan listauksella voi olla eräissä tilanteissa ratkaiseva merkitys lainan verokohtelun kannalta. Tämä johtuu siitä, että TVL 9.2 §:ään perustuva lähdeverovapaus ei koske lainaa, joka katsotaan lainansaajan omaan pääomaan rinnastettavaksi pääomansijoitukseksi. Hybridilainan korko saattaa siten olla rajoitetusti verovelvollisen lähdeveron alaista tuloa Suomessa.⁷⁰ Jos tällaisesta hybridilainasta muodostetaan julkisesti kaupankäynnin kohteena oleva joukkovelkakirjalaina, sille maksettu korko saattaa kuitenkin olla lähdeverosta vapaata tuloa.

69 Hybridilainan saattamisella julkisen kaupankäynnin kohteeksi voi olla merkitystä myös varainsiirtoverotuksen näkökulmasta. Varainsiirtoverolain (29.11.1996/931, VSVL) 15.1 §:n perusteella arvopaperin omistusoikeuden luovutuksensaajan on suoritettava luovutuksesta varainsiirtoveroa. VSVL 17:ssä tarkoitettu arvopaperin määritelmä ei lähtökohtaisesti kata vieraan pääoman ehtoisia instrumentteja. Poikkeuksen muodostaa kuitenkin sellainen yhteisön antama velkakirja tai muu saamistodiste, jonka korko määräytyy yhteisön toiminnan tuloksen tai osingon suuruuden mukaan. Hybridilaina, jonka korko on sidottu velallisyrietyksen tulokseen tai osinkoon, on siten varainsiirtoverolaissa tarkoitettu arvopaperi, jonka luovutuksesta on suoritettava varainsiirtoveroa. VSVL 15 a §:n nojalla veroa ei kuitenkaan ole suoritettava julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin luovutuksesta. Tämän vuoksi sillä seikalla, onko hybridilaina haettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi vai ei, on vaikutusta sellaisten hybridilainojen verokohteluun, joiden korko on sidottu velallisyrietyksen tuloksen tai osingon suuruuteen.

70 Verosopimus tai korko-rojaltidirektiiviin perustuva LähdeVL 3 a–3 f §:ien sääntely voi estää Suomea verottamasta korkoa tällaisessa tilanteessa.

3 Hybridilaina ja arvopaperimarkkinaoikeudellinen tiedonantovelvollisuus

3.1 Tiedonantovelvollisuuden lähtökohdat

Suurin osa arvopaperimarkkinaoikeudellisesta sääntelystä liittyy tiedonantovelvollisuuteen.⁷¹ Arvopaperimarkkinaoikeudellista tiedonantovelvollisuutta koskevat yleissäännökset ovat AML 1:2–4:ssä. Ne sisältävät hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen menettelyn kiellon, kiellon antaa totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja sekä velvollisuuden pitää riittävät tiedot tasapuolisesti sijoittajien saatavilla.⁷² Säännökset muodostavat eräänlaisen arvopaperimarkkinaoikeudellisia periaatteita käsittävän kokonaisuuden.⁷³

Yleisestä arvopaperimarkkinaoikeudellisesta tiedonantovelvollisuudesta säädetään AML 4:1:ssä. Lainkohdan mukaan se, joka itse tai toimeksiannon nojalla tarjoaa arvopapereita tai hakee arvopaperin ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle tai monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään tai jolla on AML 3–9 tai 11 luvun nojalla tiedonantovelvollisuus sijoittajia kohtaan, on velvollinen pitämään sijoittajien saatavilla tasapuolisesti riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Arvopaperimarkkinallain ohella riittävien tietojen saatavilla pitämisen vaatimus sisältyy muu muassa Helsingin pörssin sääntöihin ja sääntöjen selitysosaan⁷⁴ sekä avoimuusdirektiivin⁷⁵ 18 artiklaan.

Arvopaperimarkkinaissa on useita tiedonantovelvollisuutta koskevia erityissäännöksiä. Arvopaperin liikkeeseenlaskija on AML 6 luvun mukaisen jatkuvan tiedonantovelvollisuuden ja AML 7 luvun mukaisen säännöllisen

71 Arvopaperimarkkinoita koskevan sääntelyn olemassaolo perustuu hyvin suurelta osin siihen, että sääntelyn avulla pyritään turvaamaan, että markkinoilla toimivilla olisi asianmukaiset tiedot päätöksenteon perusteeksi, jolloin markkinat toimivat oletettavasti mahdollisimman tehokkaasti. Ks. myös Rissanen ja muut 2013, OSA IV, luku 1.1.1.

72 AML 1:3 ja 1:4 koskevat nimenomaisesti tiedonantovelvollisuutta. HE 32/2012 vp, s. 95 mukaan myös AML 1:2 kohdistuu muun ohessa laissa säädetyn arvopapereita koskevan tiedonantovelvollisuuden täyttämiseen.

73 HE 32/2012 vp, s. 95 ja 97.

74 Arvopaperipörssin säännöt 2013, s. 33–42.

75 Euroopan parlamentin ja Neuvoston direktiivi 2004/109/EY säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta.

tiedonantovelvollisuuden piirissä.⁷⁶ Jatkuva tiedonantovelvollisuus edellyttää, että arvopaperin liikkeeseenlaskijan on ilman aiheutonta viivytystä julkistettava kaikki sellaiset päätöksensä sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan mainitun arvopaperin arvoon.⁷⁷ Säännöllinen tiedonantovelvollisuus puolestaan edellyttää erilaista määräajoin tapahtuvaa tiedottamista. Arvopaperimarkkinalain ohella tiedonantovelvollisuutta koskevaa sääntelyä sisältyy myös kirjanpito-oikeudelliseen normistoon.⁷⁸ Tiedonantovelvollisuutta konkretisoivaa ohjeistusta sisältyy Finanssivalvonnan antamaan ohjeistukseen.

Arvopaperimarkkinalain mukainen tiedonantovelvollisuus koskee yleisesti ottaen laajimmillaan osakkeen, osakkeeseen oikeuttavan arvopaperin tai muun näihin rinnastuvan arvopaperin liikkeeseenlaskijaa.⁷⁹ Pelkän hybridilainan liikkeeseen laskenut yhtiö ei siten ole kaikista laajimman arvopaperimarkkinaoikeudellisen tiedonantovelvollisuuden piirissä. Käytännössä tilanne on kuitenkin useimmiten se, että hybridilainan liikkeeseenlaskijan osake on julkisen kaupankäynnin kohteena, jolloin hybridilainan liikkeeseenlaskijaa koskee osakkeen liikkeenlaskijan laaja tiedonantovelvollisuus.

3.2 Hybridilainan tarjoaminen ja listalleotto

3.2.1 Esitteen laatimisvelvollisuus

Esitteen laatimisvelvollisuudesta säädetään AML 4:1.1:ssä. Sen mukaan yleisölle arvopapereita tarjoavan ja arvopaperin ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle hakevan on julkaistava arvopapereita koskeva esite ennen tarjouksen voimaantuloa tai arvopaperin ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle ja pidettävä se yleisön saatavilla tarjouksen voimassaoloajan siten kuin kyseisessä luvussa säädetään.⁸⁰

⁷⁶ AML 6 ja 7 lukujen ohella tiedonantovelvollisuutta koskevia säännöksiä on myös AML 8–10 luvuissa.

⁷⁷ Finanssivalvonnan standardi 5.1 käsittelee säännöllistä ja 5.2b jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta.

⁷⁸ Kirjanpito-oikeudellista normistoa on käsitelty edellä alaluvussa 2.3.

⁷⁹ Pelkästään osakkeen, osakkeeseen oikeuttavan arvopaperin ja tai näihin rinnastuvan arvopaperin liikkeeseenlaskijaa koskevia säännöksiä ovat muun muassa tilinpäätöstiedotetta koskeva AML 7:9 ja osavuositarkastusten laatimista koskeva 7:10. Pelkästään osakkeiden liikkeeseenlaskijaan soveltuvat omien osakkeiden ilmoittamista koskeva AML 8:2 ja osakkeiden ja äänimäärien julkaisemista koskevaa AML 8:6 sekä AML 9:10:ssä tarkoitettu liputusilmoitusten julkistamisvelvollisuus.

⁸⁰ AML 3–5 lukujen esitettä koskeva sääntely perustuu merkittävältä osin esitedirektiiviin.

Velvollisuus laatia esite voi siten tulla kyseeseen kahdessa erikseen arvioitava tilanteessa: tarjottaessa arvopapereita yleisölle ja haettaessa arvopaperia julkisen kaupankäynnin kohteeksi.⁸¹

Arvopaperien tarjoamisella yleisölle tarkoitetaan AML 2:12:n mukaan henkilöille suunnattua viestintää, jossa annetaan tai jonka tarkoituksena on antaa tarjouksen ehdoista ja tarjotusta arvopaperista riittävät tiedot arvopaperia koskevan osto- tai merkintäpäätöksen tekemiseksi. Käsitteen sisältö on lain esitöiden mukaan sama kuin esitedirektiivin 2 artiklan 1 kohdan d alakohdassa.⁸² Kyseessä on missä tahansa muodossa ja mitä tahansa tiedonvälityskanavaa käyttäen tapahtuva viestintä, jossa arvopapereita koskevan tarjouksen ehdoista sekä tarjottavista arvopapereista annetaan siinä määrin riittävät tiedot, että niiden perusteella sijoittaja voi objektiivisesti arvioiden tehdä päätöksen arvopaperien ostamisesta, merkitsemisestä tai muusta tarjoukseen yhtymisestä.⁸³ Säännös koskee lähtökohtaisesti myös hybridilainan tarjoamista.

AML 4:3:ssä säädetään poikkeukset velvollisuudesta julkaista esite tarjottaessa arvopapereita yleisölle.⁸⁴ Sen 1 momentin mukaan esitettä ei tarvitse julkaista, jos arvopapereita tarjotaan:

- 1) yksinomaan kokeneille sijoittajille;
- 2) kutakin ETA-valtiota kohden laskettuna alle 150 sijoittajalle, jotka eivät ole kokeneita sijoittajia;
- 3) hankittavaksi vähintään 100 000 euron arvosta kutakin sijoittajaa ja tarjousta kohden taikka nimellistä vasta-arvoltaan vähintään 100 000 euron suuruisina osuuksina;
- 4) Euroopan talousalueella 12 kuukauden aikana yhteenlasketulta vastikkeeltaan alle 1 500 000 euron suuruisen määrä laskettuna; taikka

81 FIVA 5.2a, kohta 5(32).

82 HE 32/2012 vp, s. 12. Esitedirektiivi eli Euroopan parlamentin ja Neuvoston direktiivi 2003/71/EY arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta.

83 FIVA 5.2a, kohta 5(12) ja 5(26)–5(30).

84 AML 4:4:ssä on säädetty poikkeukset velvollisuudesta julkaista esite haettaessa arvopaperin ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle. Poikkeukset koskevat vain osakkeita tai kannustinjärjestelmiin liittyviä arvopapereita. Poikkeukset eivät siten sovellu hybridilainaan.

5) Euroopan talousalueella 12 kuukauden aikana yhteenlasketulta vastikkeeltaan alle 5 000 000 euron suuruinen määrä ja arvopaperit haetaan kaupankäynnin kohteeksi monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä Suomessa ja sijoittajien saatavilla pidetään tarjouksen ajan kaupankäyntijärjestelmän sääntöjen mukainen yhtiöesite.

Säännökset mahdollistavat julkisesti noteeratulle yhtiölle hybridilainaan perustuvan pääoman hankinnan ilman esitteen laatimista. Yhtiö voi siten hybridilainaa hyödyntämällä hankkia pienemmin transaktiokustannuksin ja nopeasti taseen omaan pääomaan kirjattavaa rahoitusta ilman osakkeiden tai muiden yhtiö-oikeudellisesti oman pääoman ehtoisten rahoitusinstrumentin käyttämistä.⁸⁵

AML 1:4:ssä tarkoitettua riittävien tietojen saatavilla pitämisen vaatimusta sovelletaan lain esitöiden mukaan arvopaperien tarjoamisen yhteydessä myös sellaiseen arvopaperien tarjoamiseen, jossa ei synny velvollisuutta julkaista esitettä. Näissä tilanteissa riittävät tiedot on pidettävä muuten tarjouksen kohderyhmänä olevien sijoittajien saatavilla.⁸⁶ Tiedonantovelvollisuus on yleisluonteinen velvollisuus ja se koskee myös tilanteita, joissa esitettä ei tarvitse julkistaa.⁸⁷ Säännös soveltuu hybridilainaan, joka tarjotaan AML 4:3:n nojalla sijoittajille ilman esitettä.

Arvopapereiden hakemisella kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle tarkoitetaan AML 2:5:n perusteella arvopaperin hakemista kaupankäynnin kohteeksi pörssin tai sitä muussa ETA-valtiossa vastaavan markkinoiden ylläpitäjän hallinnoiman monenkeskisen kaupankäyntimenettelyn kohteeksi.⁸⁸ Esite on siten laadittava aina, jos hybridilainaa halutaan saattaa

85 Osakkeiden liikkeeseenlasku edellyttää yhtiökokouksen päätöstä tai yhtiökokouksen hallitukselle antamaa osakeantivaltuutusta (OYL 9:2). Suunnatun annin järjestäminen edellyttää painavaa taloudellista syytä ja kahden kolmasosan määräenemmistöä yhtiökokouksessa (9:4). Jos edellytykset eivät täyty, osakkeita on tarjottava kaikille osakkeenomistajille heidän osakeomistuksensa suhteessa (OYL 9:3.1). Tällöin esite on käytännössä laadittava. Hybridilainan ottamisesta voidaan sen sijaan päättää hallituksen päätöksellä eikä lainaa tarvitse suunnata kaikille osakkeenomistajille.

86 HE 32/2012 vp, s. 99–100.

87 FIVA 5.2a, kohta 5(15).

88 Arvopaperimarkkinain sääntely on tältä osin hieman vaikeaselkoista. AML 2:5:n mukaan säännellyllä markkinalla tarkoitetaan tässä laissa kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain 1:2:n 6 kohdassa tarkoitettua kaupankäyntimenettelyä. Viimeksi mainitun lainkohdan mukaan säännellyllä markkinalla tarkoitetaan pörssin tai sitä muussa ETA-valtiossa vastaavan markkinoiden ylläpitäjän ylläpitämää monenkeskistä kaupankäyntimenettelyä, jossa säännellyn markkinan ylläpitäjän laatimien sääntöjen mukaisesti saatetaan yhteen rahoitusvälineitä koskevia osto- ja myyntitarjouksia tai tarjouksetuksia siten, että tuloksena on rahoitusvälinettä koskeva sitova kauppa.

julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Säännöksen vuoksi hybridilainaa ei ole velallisyhtiön näkökulmasta kannattavaa listata, jos ei ole varmaa, että lainalle muodostuu riittävän likviditeetin takaavat jälkimarkkinat, jotta lainan korkokulut alenevat.

3.2.2 Esitteessä kerrottavat tiedot

AML 4:6:ssä säädetään esitteen sisällöstä ja rakenteesta. Lainkohdan 1 momentin mukaan esitteessä on annettava sijoittajalle riittävät tiedot perustellun arvion tekemiseksi arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijasta sekä mahdollisesta takaajasta. Esitteessä on oltava olennaiset ja riittävät tiedot liikkeeseenlaskijan ja mahdollisen takaajan varoista, vastuista, taloudellisesta asemasta, tuloksesta ja tulevaisuudennäkymistä sekä arvopapereihin liittyvistä oikeuksista ja muista arvopaperien arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista. Lain esitöiden mukaan esitteen tulee antaa sijoittajalle riittävät tiedot perustellun arvion tekemiseksi arvopapereista ja tarjouksesta kokonaisuudessaan. Riittäviä tietoja on arvioitava lähtökohtaisesti samoin kuin AML 1:4:ssä. Esite ei saa myöskään sisältää totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja AML 1:3:n vastaisesti.⁸⁹

AML 6:4:n mukaan esite on julkaistava joko yhtenä tai kolmesta osasta koostuvana asiakirjana. Jos esite julkaistaan kolmiosaisena, sen osat on nimettävä rekisteröintiasiakirjaksi, arvopaperiliitteeksi ja tiivistelmäksi. Esitteen osien sisältöä koskevat tarkemmat säännökset ovat komission esiteasetuksessa⁹⁰ ja valtiovarainministeriön esiteasetuksessa⁹¹. Rekisteröintiasiakirjasta käytetään komission esiteasetuksessa vanhaa nimitystä perusesite.⁹²

AML 4:6.3:n mukaan esitteessä on esitettävä arvopaperimarkkinaissa, sen nojalla annetuissa säännöksissä ja komission esiteasetuksessa vaaditut

89 HE 32/2012 vp, s. 110.

90 Komission asetus (EY) N:o 809/2004 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/71/EY täytäntöönpanosta esitteiden sisältämien tietojen, esitteiden muodon, viitauksina esitettävien tietojen, julkistamisen ja mainonnan osalta.

91 Valtiovarainministeriön asetus arvopaperimarkkinalain 3–5 luvussa tarkoitetuista esitteistä (1019/2012).

92 HE 32/2012 vp, s. 111.

tiedot.⁹³ Sovellettavaksi tulevat siten arvopaperimarkkinalain ohella sekä komission esiteasetuksen että valtiovarainministeriön esiteasetuksen säännökset.⁹⁴ Komission esiteasetuksen 3 artiklan 1 kohdan mukaan esite on laadittava käyttäen yhtä asetuksessa tarkoitettua luetteloa tai asetuksessa tarkoitettujen luetteloiden ja lisätieto-osien yhdistelmää. Komission esiteasetuksen 3 artiklan 2 kohdan mukaan esitteen on sisällettävä liikkeeseenlaskijan tai liikkeeseenlaskun ja arvopaperilajien ominaisuuksista riippuen asetuksen liitteissä I–XVII ja liitteissä XX–XXX vaaditut tiedot. Esitteessä annettavat tiedot vaihtelevat sen mukaan, millaisesta arvopaperista on kyse. Komission esiteasetusta sovellettaessa keskeinen merkitys on sillä, onko kyse osakesidonnaisesta vai muusta arvopaperista.⁹⁵ Valtiovarainministeriön esiteasetuksessa arvopaperit on niin ikään jaettu osakesidonnaisiin ja muihin kuin osakesidonnaisiin arvopapereihin.⁹⁶

Valtiovarainministeriön esiteasetuksessa ja komission esiteasetuksessa ei ole määritelyä sitä, milloin arvopaperi on osakesidonnainen ja milloin vieraan pääoman ehtoinen. Tämä asia on siten ratkaistava arvopaperimarkkinalain ja esitedirektiivin tulkinnalla. AML 3:4 sisältää osakesidonnaisen arvopaperin määritelmän, joka lain esitöiden mukaan vastaa merkityssisällöltään esitedirektiivin 2 artiklan 1 kohdan a alakohdan oman pääoman ehtoisen arvopaperin määritelmää.⁹⁷ AML 3:4:n mukaan osakesidonnaisella arvopaperilla tarkoitetaan esitettä koskevissa AML 3–5 luvussa osakeyhtiön osaketta ja muun yhteisön vastaavaa osuutta, osakeyhtiölain 3 luvun 12 §:n mukaista muihin osakeoikeuksiin liittyvää todistusta ja muuta arvopapereita, joka oikeuttaa hankkimaan tällaisen arvopaperin joko vaihtamisen tai toteuttamisen kautta edellyttäen, että toteuttavan oikeuden on laskenut liikkeeseen osakkeen tai vastaavan osuuden liikkeeseenlaskija tai sen kanssa samaan konserniin kuuluva yhteisö.

93 Jos arvopaperit sisältyvät tarjoukseen, jonka yhteenlaskettu vastike laskettuna Euroopan talousalueella 12 kuukauden aikana tehdyistä tarjouksista on alle 5 000 000 euroa, eikä arvopapereita haeta kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle, esite voidaan kuitenkin laatia yksinomaan arvopaperimarkkinalaissa ja valtiovarainministeriön esiteasetuksessa säädettyjen vaatimusten mukaisesti.

94 Komission esiteasetus on jäsenvaltioissa suoraan sovellettavaa oikeutta.

95 HE 32/2012 vp, s. 106.

96 Osakkeita ja osakesidonnaisia arvopapereita koskevat säännökset ovat valtiovarainministeriön esiteasetuksen 2 luvussa ja muita arvopapereita koskevat säännökset 3 luvussa.

97 HE 32/2012 vp, s. 106.

Arvopaperimarkkinalain esitöiden mukaan esitteitä koskevien vaatimusten sisältö määräytyy ensisijaisesti sen mukaan, onko arvopaperi osake tai onko arvopaperilla liitännäisyys osakkeeseen, eikä sillä perusteella, mikä on arvopaperin pääoman etuoikeusasema liikkeeseenlaskijan konkurssissa.⁹⁸ Pääomalainaan tai debenttuuriin perustuva hybridilainaa ei tämän vuoksi voida pitää komission esiteasetusta tai valtiovarainministeriön esiteasetusta sovellettaessa osakesidonnaisena instrumenttina, vaan hybridilaina on kumpaakin asetusta sovellettaessa katsottava vieraan pääoman ehtoiseksi rahoitusinstrumentiksi.

Vieraan pääoman ehtoisista arvopapereista annettavista tiedoista säädetään komission esiteasetuksen 7 ja 8 artikloissa. Ne koskevat nimellisarvoltaan alle 100 000 euron arvoisia velkapapereita. Nimellisarvoltaan suuremmista arvopapereista ei tarvitse laatia esitettä.⁹⁹ Nimellisarvoltaan alle 100 000 euron velkapapereita koskevassa perusesitteessä on annettava komission esiteasetuksen liitteeseen IV sisältyvässä luettelossa mainitut tiedot ja arvopaperiliitteessä komission esiteasetuksen liitteeseen V sisältyvän luettelon mukaiset tiedot.

Komission esiteasetuksen liite IV sisältää velkapapereita ja johdannaisarvopapereita koskevassa perusesitteessä annettavia vähimmäistietoja koskevan luettelon. Luettelossa on 17 kohtaa, ja se kattaa liikkeeseenlaskijaa koskevia tietoja. Luettelon kohdan 13 mukaan perusesitteessä on annettava tiedot liikkeeseenlaskijan varoista ja vastuista, rahoitusasemasta sekä toiminnan tuloksesta. Näihin tietoihin lukeutuu muun muassa kolmen edellisen tilikauden IFRS-standardien mukaisen tilinpäätöksen tiedot. Liikkeeseenlaskijan mahdollinen aikaisemmin ottama hybridilaina tulee käydä ilmi näistä tiedoista samalla tavoin kuin tilinpäätöksen tiedoista. Vastaavan sisältöistä sääntelyä on rekisteröintiasiakirjaa koskevissa valtiovarainministeriön esiteasetuksen 3:1–8:issä.

⁹⁸ HE 32/2013 vp, s. 106.

⁹⁹ Esiteasetuksen 7 artikla soveltuu myös sellaisiin velkapapereihin, joiden yksikkökohtaista nimellisarvoa ei ole määrätty, mutta joita voidaan hankkia liikkeeseenlaskun yhteydessä alle 100 000 euron yksikköhinnalla.

Komission esiteasetuksen liite V sisältää velkapapereita ja johdannaisarvopapereita koskevassa arvopaperiliitteessä annettavia vähimmäistietoja koskevan luettelon. Luettelossa on mainittu seuraavat tiedot:¹⁰⁰

1. Vastuulliset henkilöt
2. Riskitekijät
3. Olennaiset tiedot
4. Tarjottavia/kaupankäynnin kohteeksi otettavia arvopapereita koskevat tiedot
5. Tarjouksen ehdot
6. Kaupankäynnin kohteeksi ottamista koskevat järjestelyt
7. Lisätiedot

Riskitekijät-otsikon alla on luettelon 2.1 kohdan mukaan esitettävä selkeästi tarjottaviin ja/tai kaupankäynnin kohteeksi otettaviin arvopapereihin liittyvät riskit, jotka ovat olennaisia arvopapereihin liittyvän markkinariskin arvioimisen kannalta. Säännös vastaa sisällöltään valtiovarainministeriön esiteasetuksen 3:10:ää, jonka mukaan arvopaperiliitteessä on selostettava liikkeeseenlaskuun tai liikkeeseen laskettaviin arvopapereihin liittyvät riskit, jotka voivat toteutuessaan olennaisesti vaikuttaa liikkeeseenlaskijan kykyyn vastata sitoumuksistaan tai arvopaperien arvoon. Edellä mainitut säännökset edellyttävät, että hybridilainaa koskevassa esitteessä on kerrottava ainakin lainan viimesijaisuudesta suhteessa muihin velkoihin ja perpetuaaliehdoista. Jos kyseessä on pääomalaina, esitteessä on lisäksi mainittava OYL 12:1:stä johtuvista koronmaksua koskevista rajoituksista.

Komission esiteasetuksessa tarkoitettuihin olennaisiin tietoihin kuuluu luettelon 3.2 kohdan perusteella muun muassa syyt arvopaperin tarjoamiseen ja varojen käyttö. Esitteessä on siten annettava tieto, jos hybridilainan liikkeeseenlaskun tarkoituksena on lyhyen aikavälin maksuvalmiuden turvaaminen tai maksukyvyttömyysmenettelyjen välttäminen.

Arvopapereita koskevissa tiedoissa on luettelon 4.5 kohdan mukaan annettava tiedot tarjottavien ja/tai kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopape-

¹⁰⁰ Arvopaperiliitteessä olevista tiedoista on lisäksi määräyksiä valtiovarainministeriön esiteasetuksen 3:9–16:issä.

reiden etuoikeusjärjestyksestä sekä tiivistelmä mahdollisista ehdoista, jotka voivat vaikuttaa etuoikeusjärjestykseen tai joilla arvopaperi asetetaan etuoikeusjärjestyksessä liikkeeseenlaskijan mahdollisia nykyisiä tai tulevia velkoja alemmalle tasolle.¹⁰¹ Esitteessä on kerrottava tämän vaatimuksen mukaiset tiedot hybridilainan viimesijaisuudesta.¹⁰²

Arvopapereita koskeviin tietoihin on luettelon 4.7 kohdan nojalla sisällytettävä hybridilainan nimelliskorko sekä maksettavaa korkoa koskevat tiedot. Jos korko ei ole kiinteä, esitteessä on lausuttava koron määräytymisperusteiden tyyppistä ja kuvaus koron määräytymisperusteesta sekä menetelmästä, jota käytetään koron ja sen määräytymisperusteiden liittämiseksi toisiinsa.¹⁰³ Mainitut tiedot on annettava, jos hybridilainan korko on yrityksen tulokseen sidottu tai muutoin vaihtuvakorkoinen. Arvopaperia koskevissa tiedoissa on lisäksi mainittava perpetuaaliehto ja lainaan mahdollisesti liittyvä velallisen takaisinmaksuoptio.

Komission esiteasetuksessa ei ole erityismääräyksiä arvopaperin kirjanpito-käsittelystä tai verokohtelusta annettavista tiedoista. Komission esiteasetuksen liitteiden mukaiset tiedot ovat kuitenkin ainoastaan vähimmäistietoja, eivätkä ne tämän vuoksi rajoita muiden tietojen antamista. AML 1:4 ja 4:6 taas edellyttävät, että esitteessä on annettava tiedot arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista. Myös hybridilainan poikkeuksellinen kirjanpito-käsittely suhteessa muihin vieraan pääoman ehtoihin rahoitusinstrumentteihin on siinä määrin olennainen asia, että siitä on kerrottava esitteessä. Lisäksi hybridilainan verokohteluun liittyy sellaisia erityispiirteitä, että ne on syytä mainita esitteessä.

3.3 Hybridilaina ja osavuosikatsaus

Osavuosikatsauksen julkistamisesta säädetään AML 7:10:ssä. Lainkohdan 1 momentin mukaan osakkeen, osakkeeseen oikeuttavan arvopaperin tai näihin rinnastettavan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on julkistettava osavuosikatsaus tilikauden kolmelta, kuudelta ja yhdeksältä ensimmäiseltä

101 Vastaava vaatimus sisältyy valtiovarainministeriön esiteasetuksen 2:13:ään.

102 Jos hybridilainaan liittyy oman pääoman ehtoiselle rahoitukselle tyypillisiä kontrollioikeuksia, niistä on esiteasetuksen liitteen V kohdan 4.6 nojalla mainittava esitteessä. Näin on syytä menetellä, vaikka oikeudet olisivat vain ehdollisia.

103 Vastaava vaatimus sisältyy valtiovarainministeriön esiteasetuksen 2:13:ään.

kuukaudelta. Lainkohdan 3 momentin mukaan muun kuin 1 momentissa tarkoitettujen arvopaperien liikkeeseenlaskijan on julkistettava osavuositarkastus tilikauden kuudelta ensimmäiseltä kuukaudelta. Säännöksen sanamuodon ja lain esitöiden perusteella lainkohdassa tarkoitettuja muita arvopapereita ovat esimerkiksi vieraan pääoman ehtoiset rahoitusinstrumentit.¹⁰⁴ Siten pelkän hybridilainan liikkeeseen laskeneen yhtiön ei tarvitse julkaista neljännesvuosittaisia osavuositarkastuksia, vaan osavuositarkastuksen julkaiseminen puolivuositarkastuksella riittää.

AML 7:10.3 sisältää säännöksen, joka vapauttaa pelkästään nimellisarvoltaan suurten vieraan pääoman ehtoisten instrumenttien liikkeeseenlaskijan kokonaan osavuositarkastuksen laatimisvelvollisuudesta. Lainkohdan mukaan velvollisuus julkaista osavuositarkastus ei koske liikkeeseenlaskijaa, joka on laskenut liikkeeseen kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla vain muita kuin AML 7:10.1:ssä tarkoitettuja arvopapereita, joiden yksikkökohtainen nimellisarvo on vähintään 100 000 euroa tai tätä liikkeeseenlaskupäivänä vastaava määrä muussa valuutassa. Lain esitöistä ilmenee, että säännös soveltuu esimerkiksi vieraan pääoman ehtoisten arvopapereiden liikkeeseenlaskijaan.¹⁰⁵ Säännös mahdollistaa siten nimellisarvoltaan suuren hybridilainan hakemisen julkaisen kaupankäynnin kohteeksi ilman, että yhtiölle aiheutuu pelkästään tästä syystä velvollisuutta laatia osavuositarkastus.

AML 7:11.1:n mukaan osavuositarkastus on laadittava noudattaen samoja kirjaamis- ja arvostusperiaatteita kuin tilinpäätöksessä. AML 7:11.3:ssa puolestaan säädetään, että osavuositarkastuksen taulukko-osa on laadittava noudattaen kirjanpitolaissa tarkoitettuja kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja osavuositarkastuksista. Osavuositarkastus on siten laadittava IFRS-standardien mukaisesti, samalla tavoin kuin tilikaudelta laadittu konsernitilinpäätös. Sovellettavaksi tulee IAS 34, *Osavuositarkastukset*, -standardi.¹⁰⁶

IAS 34.18 edellyttää, että osavuositarkastuksessa on esitettävä lyhennetty tase ja tuloslaskelma, lyhennetty laskelma oman pääoman muutoksista, lyhen-

104 Lain esitöissä ei ole määritelty, mitä AML 7:10:ssä tarkoitetaan muulla arvopaperilla. Kyseisen lainkohdan 3 momentin perusteluista (HE 32/2012 vp, s. 123) voidaan kuitenkin päätellä, että kyseessä ovat muun ohessa vieraan pääoman ehtoiset arvopaperit.

105 HE 32/2012 vp, s. 123.

106 HE 32/2012 vp, s. 125.

netty rahavirtalaskelma sekä tietyt selventävät liitetiedot. IAS 34.28:n perusteella yhtiön on lähtökohtaisesti sovellettava osavuositilinpäätöksessään samoja laatimisperiaatteita kuin vuositilinpäätöksessään. Vastaava vaatimus on kirjaamis- ja arvostusperiaatteiden osalta säädetty myös AML 7:11.3:ssa. Hybridilaina on siten esitettävä yhtiön osavuosikatsauksen lyhennytyssä taseessa vastaavalla tavoin kuin tilikaudelta laaditun konsernitilinpäätöksen taseessa.¹⁰⁷ Hybridilaina sisältyy siten lainaehdoista riippuen joko omaan tai vieraaseen pääomaan olipa kyseessä sitten julkisen kaupankäynnin kohteena oleva tai muu hybridilaina. Esittämistavan on IAS 28.1:n nojalla oltava johdonmukainen tilinpäätöksessä sovellettuun esittämistapaan nähden.

Kaikissa tarkastelun kohteena olleiden yritysten vuoden 2013 ensimmäisen vuosineljänneksen osavuosikatsauksissa hybridilaina oli käsitelty yhdenmukaisesti lainan tilinpäätöskäsittelyn kanssa: Cramon ja Ahlströmin osavuosikatsauksissa hybridilaina esitettiin omana eränään, Spondan osavuosikatsauksessa erässä ”muut rahastot” ja Finnairin osavuosikatsauksessa ”muuta omaa pääomaa”.¹⁰⁸

OYL 12:2.4:n säännös pääomalainan esittämisestä omassa pääomassa koskee ainoastaan tilinpäätöstä, ei osavuosikatsausta. IAS 34.28 ja yleisenä kirjanpidon periaatteena sovellettava johdonmukaisen esittämistavan vaatimus (englanniksi *consistency of presentation*) kuitenkin edellyttävät, että pääomalaina tulee esittää osavuosikatsauksessa samalla tavoin kuin tilinpäätöksessä. Hybridilainaksi luokiteltava pääomalaina on siten esitettävä omana eränään myös osavuosikatsauksessa.

IAS 34.15–18:ssä säädetään tietyistä selventävistä liitetiedoista, jotka muodostavat osavuosikatsauksessa esitettävät vähimmäistiedot.¹⁰⁹ IAS 34.16(e):n mukaan tällaisia asioita ovat muun muassa vieraan ja oman pääoman ehtoisten arvopapereiden liikkeeseenlaskut, takaisinhankinnat ja takaisinmaksut. Hybridilainan liikkeeseenlasku tai takaisinmaksu on siten aina sellainen ta-

107 Hybridilainan kirjaamista IFRS-standardien mukaisessa tilinpäätöksessä on käsitelty edellä luvussa 2.3.

108 Ks. lähdeluettelossa mainitut tilikauden 2013 ensimmäisen vuosineljänneksen osavuosikatsaukset.

109 IAS 34.15–18:ssä säädetään ainoastaan vähimmäistiedoista, joten myös kattavampien tietojen antaminen on sallittua. Tämä on todettu myös arvopaperimarkkinalain esittämissä, ks. HE 32/2012, s. 125.

pahtuma, josta on kerrottava osavuositarkastuksessa, jos yhtiö on velvollinen osavuositarkastuksen laatimaan. Kaikki tarkastelun kohteena olevat yritykset kertoivat vuoden 2013 ensimmäisen neljänneksen osavuositarkastuksessaan hybridilainan takaisinmaksusta tai takaisinmaksua koskevista aikeistaan.

IAS 34 ei sen sijaan aseta velvollisuutta esittää erityisiä liitetietoja osavuositarkastuksen kohdejaksosta aikaisemmin liikkeeseen lasketusta arvopaperista. Tästä voitaisiin periaatteessa tehdä sellainen vastakohtaispäätelmä, että ennen kyseisen osavuositarkastuksen kohteena olevaa vuosineljännestä liikkeeseen lasketusta hybridilainasta ei tarvitsisi antaa liitetietoja. Tämä johtaisi kuitenkin siihen, että aikaisemmin liikkeeseen laskettua omaa pääomaa kirjattua hybridilainaa olisi varsin vaikea havaita osavuositarkastuksesta. Tällainen lopputulos ei olisi perusteltu, sillä hybridilaina on siinä määrin poikkeuksellinen rahoitusinstrumentti, että siitä tulee riittävän kuvan antamiseksi aina kertoa osavuositarkastuksessa. Ongelmia ei kuitenkaan käytännössä näyttäisi näiltä osin esiintyvän, sillä hybridilainan olemassaolo ilmeni varsin hyvin tarkastelun kohteena olleista osavuositarkastuksista.

3.4 Hybridilaina ja muu tiedonantovelvollisuus

AML 7:9.1:n mukaan osakkeen, osakkeeseen oikeuttavan arvopaperin tai näihin rinnastettavan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on julkistettava tilinpäätöstiedote ilman aiheutonta viivytystä, kuitenkin viimeistään kahden kuukauden kuluessa tilikauden päättymisestä.¹¹⁰ Säännös koskee sanamuotonsa perusteella ainoastaan oman pääoman ehtoisen rahoitusinstrumentin liikkeeseenlaskijaa. Pelkän hybridilainan liikkeeseen laskeneen yhtiön ei siten tarvitse julkistaa tilinpäätöstiedotetta.

Käytännössä hybridilainan yleiseen liikkeeseen laskijana voi tulla kyseeseen vain sellainen yhtiö, jonka osake on julkisen kaupankäynnin kohteena. Hybridilainan liikkeeseenlaskija on tällaisessa tilanteessa velvollinen julkistamaan tilinpäätöstiedotteen. Tilinpäätöstiedotteen laadinnassa noudatetaan AML 7:9.3:n nojalla kuudelta tilikauden ensimmäiseltä kuukaudelta laa-

110 AML 7:9:n perusteluissa (HE 32/2012 vp, s. 122) ei ole tarkemmin määritelty, mitä ovat lainkohdassa tarkoitetut muut arvopaperit. AML 7:10:ä sisältää vastaavan määritelmän, joten sen perusteluista (HE 32/2012 vp, s. 122) voidaan päätellä, että muulla arvopaperilla tarkoitetaan tässä yhteydessä muun muassa vieraan pääoman ehtoista arvopaperia.

dittavan osavuositarkastuksen laadintaa koskevia säännöksiä. Hybridilainaa on siten käsiteltävä johdonmukaisuuden periaatetta noudattaen tilinpäätöstiedotteessa vastaavalla tavoin kuin konsernitilinpäätöksessä. Hybridilainan liikkeeseenlasku tai takaisinmaksu on myös aina sellainen tapahtuma, että siitä tulee mainita tilinpäätöstiedotteessa. Tällä tavoin oli menetelty tarkastelun kohteina olleiden yhtiöiden tilinpäätöstiedotteissa.¹¹¹

AML 6:4:n mukaan kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava kaikki sellaiset päätöksensä sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan mainitun arvopaperin arvoon. Tällaisia ovat esimerkiksi yhtiön hallituksen päätökset.¹¹² Tiedon julkistamisen on tapahduttava aina ensisijaisesti virallisten julkistamiskanavien eli julkisen kaupankäynnin järjestäjän kautta pörssitiedotteena.¹¹³ Hybridilainan ottamisella on pääsääntöisesti olennainen vaikutus yhtiön pääomarakenteeseen sekä yhtiön omistajien ja entisten velkojien sijoittajien oikeusasemaan. Tämän vuoksi hybridilainan ottamisesta tai takaisinmaksusta on lähtökohtaisesti aina julkaistava pörssitiedote. Näin on käytännössä myös menetelty.¹¹⁴

4 Kokoavia päätelmiä

Hybridilaina tarjoaa käyttökelpoisen vaihtoehdon yrityksen rahoitusrakenteen suunnitteluun. Hybridilainan edullisuus perustuu ennen kaikkea siihen, että hybridilainaa käsitellään eri tavoin eri oikeudenaloilla. Velvoite- ja yhtiöoikeuden näkökulmasta kyse on vieraan pääoman ehtoisestä instrumentista. Samoin vero-oikeudessa hybridilaina katsotaan yleensä vieraaksi pääomaksi. Tilinpäätöksessä hybridilaina sen sijaan esitetään osana yrityksen omaa pääomaa. Hybridilainan edut perustuvat siis ennen kaikkea epäsymmetriaan eri järjestelmien välillä.

111 Ks. lähdeluettelossa tarkemmin yksilöidyt Ahlströmin, Cramon, Finnairin, Ponsen ja Spandan tilinpäätöstiedotteet.

112 FIVA 5.2b, kohta 5(45).

113 Rissanen ja muut 2013, OSA IV, luku 1.2.1.4.7 sekä FIVA 5.2b, kohta 6(13).

114 Ks. lähdeluettelossa tarkemmin yksilöidyt Ahlströmin, Cramon, Finnairin, Ponsen ja Spandan pörssitiedotteet.

Yhtiö- ja velvoiteoikeudellisen vieraan pääoman luonteen vuoksi hybridilainan ottaminen on menettelyltään joustavaa verrattuna osakeyhtiöoikeudelliseen oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen. Hybridilainan ehdoista voidaan sopia vapaasti eikä rahoituksen saaminen edellytä automaattisesti kontrollioikeuksien luovuttamista rahoituksen tarjoajalle. Vero-oikeudellisen vieraan pääoman luonteen vuoksi pääoman käytöstä maksettu korvaus eli korko on ollut yleensä verotuksessa vähennyskelpoista. Oman pääoman ehtoinen kirjanpitokäsittely puolestaan vaikuttaa yleensä positiivisesti tilinpäätöksen yrityksestä antamaan kuvaan ja tunnuslukuihin¹¹⁵.

Hybridilainaa voidaan edellä mainituin perustein hyödyntää lähinnä yrityksen kokonaisrahoitusta täydentävänä instrumenttina. Sen sijaan senioriehtoisen velkarahoituksen tai osakepääoman laajamittainen korvaaminen hybridilainalla tuskin tulee kyseeseen. Tähän on syynä hybridilainan heikosta maksunsaantiasemasta johtuva korkea tuottovaatimus. Hybridilainalle joudutaan yleensä maksamaan huomattavasti korkeampaa korkoa kuin paremmalla etusijalla olevalle senior-ehtoiselle velkarahoitukselle. Hybridilainan korkotaso ylittää yleensä myös osakepääomalle maksetun tuoton.

Hybridilainan korkea tuottovaatimus lisää myös yrityksen rahoitusriskiä. Hybridilainalle on yleensä maksettava erittäin korkeaa kiinteää korkoa, mikä vuoksi hybridilainaan perustuva rahoitus kasvattaa yrityksen rahoituskuluja huomattavasti enemmän kuin senior-ehtoinen velkarahoitus. Tämä taas heikentää yrityksen tulosta ja oman pääoman ehtoisen sijoituksen tuottoa. Samalla lisääntyy myös riski yrityksen joutumisesta konkurssiin. Hybridilainalla voi siis olla varsin merkittävä negatiivinen vipuvaikutus.

Hybridilaina on lähinnä yhtiöoikeudellisen oman pääoman vaihtoehto. Hybridilainan ottaminen lisää koron sopimusperusteisuuden vuoksi olennaisesti yrityksen rahoitukseen liittyvää riskiä verrattuna siihen, että yrityksen lisärahoituksen tarve katettaisiin puhtaalla oman pääoman ehtoisella rahoituksella, jonka käytöstä maksettava korvaus eli osinko mitoitetaan yrityksen voitonjakokelpoisten varojen ja maksukyvyn mukaiseksi. Tämä ongelma olisi periaatteessa mahdollista ratkaista sitomalla hybridilainan korko yri-

115 Oman pääoman ehtoisena eränä esittämisellä voi periaatteessa olla myös eräitä tilinpäätöksen tunnuslukuja huonontava vaikutusta. Esimerkkinä tällaisesta tunnusluvusta voidaan mainita oman pääoman tuottoaste.

tyksen tulokseen. Velkoja tuskin kuitenkaan suostuisi tällaiseen ratkaisuun ainakaan silloin, kun hybridilainaa käytetään yrityksen kriisirahoituksen muotona. Lisäksi koron sitominen tulokseen nostaisi entisestään hybridilainan korkoa.

Edellä mainitut hybridilainan ominaisuudet voivat olla velkojan kannalta ongelmallisia. Tällainen tilanne voi olla kyseessä muun muassa silloin, kun hybridilainan ottamisella pyritään estämään tilinpäätöstietoihin perustuvan tunnuslukukovenantin rikkomus. Velkoja on esimerkiksi pyrkinyt yrityksen velkaantumista koskevan kovenanttiehdon avulla varmistamaan itselleen velan riskiin nähden kohtuullisen tuoton. Hybridilainan ottamisen myötä yrityksen vieraan pääoman määrä lisääntyy niin korkealle tasolle, että kyseessä on tosiasiaassa kovenanttiehdon rikkomus, vaikka tilinpäätöksen tunnuslukujen perusteella arvioituna ehtoa ei ole rikottu. Tämän ongelman merkitystä vähentää tosin se, että hybridilainalla on usein velkojan näkökulmasta vastaava tosiasiallinen vaikutus kuin yhtiöoikeudellisella omalla pääomalla.

Hybridilainan käyttöön voi liittyä ongelmia myös arvopaperimarkkinalainsäädäntöön perustuvien tiedonantovelvoitteiden näkökulmasta. Ongelmat ovat merkittävimpiä, jos hybridilainaa ei esitetä taseessa erillisenä oman pääoman eränä. Hybridilainaan ottaminen voi tällaisessa tilanteessa vaikeuttaa tilinpäätöstietojen tulkintaa, kun taseen omaa pääomaa tarkastelemalla ei voida luotettavasti päätellä osakkeenomistajille kuuluvaa osuutta yhtiön varoihin. Hybridilainan käyttö myös vaikeuttaa tilinpäätöstietojen vertailtavuutta. Hybridilainan käsittelyyn tilinpäätöksessä on siten kiinnitettävä erityistä huomiota. Hybridilainasta on annettava tilinpäätöksessä riittävät liitetiedot ja laina on mainittava erikseen myös muussa arvopaperimarkkinalainsäädäntöön perustuvassa tiedottamisessa kuten osavuositarkastuksissa ja tilinpäätöstiedotteissa. Jos yrityksen ottama hybridilaina aiheuttaa olennaisen vipuvaikutukseen perustuvan riskin, olisi myös tästä syytä mainita yrityksen riskiraportoinnissa.

Edellä selostettujen hybridilainan käyttöön liittyvien ongelmien vuoksi hybridilainaa koskevaan tiedottamiseen on syytä kiinnittää erityistä huomiota. Hybridilainan ominaispiirteiden vuoksi sen käyttöön liittyy riski, että lainasta annetut tiedot muodostuvat harhaanjohtaviksi ja puutteellisiksi. Tästä

voi olla seurauksena paitsi vahingonkorvausvelvollisuus myös rikosoikeudellinen vastuu.

Hybridilainoja ei ole juuri tarjottu yleisölle tai haettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Tälle ei sinänsä ole mitään juridista estettä, mutta ilmeisesti laajamittaista yleisölle tarjoamista tai lainan hakemista julkisen kaupankäynnin kohteeksi ei ole pidetty taloudellisesti kannattavana. Tämä johtuu osaltaan hybridilainan korkeasta tuottovaatimuksesta.

Lähteet

Kirjallisuus

Airaksinen ja muut 2010; Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa: Osakeyhtiölaki I. Talentum 2010

Haaramo ja muut 2013; Haaramo, Virpi – Palmuaro, Sirkku – Peill, Elina: IFRS-raportointi. Sanomapro, jatkuvatäydenteinen (viittauspäivä 2.9.2013)

Helminen 2013; Helminen, Marjaana: Kansainvälinen verotus. Sanomapro, jatkuvatäydenteinen (viittauspäivä 2.9.2013)

Hemmo 2001; Hemmo, Mika: Pankkioikeus. Talentum Media Oy 2001

Immonen ja muut 2011; Immonen, Raimo – Ossa, Jaakko – Villa, Seppo: Osakeyhtiön pääoman hallinta. Talentum 2011

Kaisanlahti ja muut 2009; Kaisanlahti, Timo – Jänkälä, Markku – Björklund, Mika: Kirjanpito-oikeus. Edita Publishing Oy 2009

Knüpfer – Puttonen 2012; Knüpfer, Samuli – Puttonen, Vesa: Moderni rahoitus. 6. painos, SanomaPro Oy 2012

Lautjärvi 2009; Lautjärvi, Kari: Suomalaisen osakeyhtiön välipääomarahoitus. Defensor Legis 1/2009, s. 75–80

Lautjärvi 2011; Lautjärvi, Kari: Välipääomarahoitus suomalaisen osakeyhtiön rahoituksen vaihtoehtona. Lakimies 7–8/2011, s. 1341–1362

Lautjärvi 2012; Lautjärvi, Kari: Hybridilainat: mitä ne ovat ja mihin niillä pyritään? Koulutusaineisto, Rahoituksen ajankohtaispäivä 17.10.2012

Mähönen – Villa 2012; Mähönen, Jukka – Villa, Seppo: Osakeyhtiö II – Pääomarakenne ja rahoitus. SanomaPro Oy 2012

Rissanen ja muut 2013; Rissanen, Kirsti – Airaksinen, Manne – Bärlund, Johan – Castrén, Martti – Harju, Ilkka – Jauhiainen, Jyrki – Kaisanlahti, Timo – Kivivuori, Antti – Kuoppamäki, Petri – Mähönen, Jukka – Villa, Seppo – Wilhelmsson, Thomas: Yritysoikeus. Sanomapro, jatkuvatäydenteinen (viittauspäivä 2.9.2013)

Ross ja muut 2005; Ross, Stephen A. – Westerfield, Randolph W. – Jaffe, Jeffrey: Corporate Finance. 7. painos, McGraw-Hill/Irwin, 2005

Tikka ja muut 2013; Tikka, Kari S. – Nykänen, Olli – Juusela, Janne – Viitala, Tomi: Yritysverotus I ja II. Sanomapro, jatkuvatäydenteinen (viittauspäivä 2.9.2013)

Villa 1997; Villa, Seppo: Pääomalaina – Velvoite- ja yhtiöoikeudellinen tutkimus osakeyhtiön oman pääoman ehtoista lainoista Suomessa. Lakimiesliiton kustannus 1997

Villa 2001; Villa, Seppo: Välipääomarahoitus. Lakimiesliiton kustannus 2001

Välimäki 2010; Välimäki, Olli: Kovenantteihin perustuvan pankkirahoituksen riskienhallinta. Defensor Legis, 4/2010, s. 464–478

Virallislähteet ja itsesääntely

Arvopaperipörssin säännöt 2013; Arvopaperipörssin säännöt: Listalleottaminen, pörssiarvopaperin liikkeeseenlaskijan tiedonanto- ja muut velvollisuudet (voimassa 31.1.2013 lukien). NASDAQ OMX Helsinki

FIVA 5.1; Finanssivalvonnan standardi 5.1 Säännöllinen tiedonantovelvollisuus

FIVA 5.2a; Finanssivalvonnan standardi 5.2a Arvopapereiden tarjoaminen ja listalleotto

FIVA 5.2b; Finanssivalvonnan standardi 5.2b Liikkeeseenlaskijan ja osakkeenomistajan tiedonantovelvollisuus

HE 181/1992; Hallituksen esitys Eduskunnalle etuoikeusjärjestelmän uudistamista koskeksi lainsäädännöksi

HE 109/2005 vp; Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi

HE 32/2012 vp; Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi

KILA 2006; Kirjanpitolautakunnan yleisohje tuloslaskelman ja taseen esittämisestä, 21.11.2006

Verohallinto 1997; Osakeyhtiölain mukaiset rahoitusvälineet verotuksessa (Verohallinnon tiedote 5/1997, 4.9.1997)

Oikeus- ja viranomaiskäytäntö

KHO 29.9.1995 taltio 3932

KHO 29.9.1995 taltio 3933

KILA 1787/24.10.2006

Muut lähteet

Vuosikertomukset

Ahlström Oyj:n vuosikertomus 2012; saatavissa <http://www.ahlstrom.com/fi/sijoittajat/Pages/default.aspx> (viittauspäivä 2.9.2013)

Cramo Oyj:n vuosikertomus 2012; saatavissa <http://www.cramo.fi/Web/Apps/CategoryList/CategoryListPage.aspx?id=16992&cepslanguage=FI> (viittauspäivä 2.9.2013)

Finnair Oyj:n vuosikertomus 2012; saatavissa http://www.finnairgroup.com/konserni/konserni_12_2.html (viittauspäivä 2.9.2013)

Ponsse Oyj:n vuosikertomus 2012; saatavissa <http://www.ponsse.com/fi/media-arkisto/maat-julkaisut/vuosikertomukset> (viittauspäivä 2.9.2013)

Sponda Oyj:n vuosikertomus 2012; saatavissa <http://annualreport2012.sponda.fi/fi> (viittauspäivä 2.9.2013)

Tilinpäätöstiedotteet

Ahlström Oyj:n tilinpäätöstiedote 1.1.2012–31.12.2012; saatavissa <http://www.ahlstrom.com/fi/sijoittajat/katsauksetJaPresentaatiot/2012/Documents/Tilinpaaostiedote2012.pdf> (viittauspäivä 2.9.2013)

Cramo Oyj:n tilinpäätöstiedote 1.1.2012–31.12.2012; saatavissa http://www.cramo.fi/upload/Corporate%20site/Investors/Interim%20reports/2013/Cramo_Q4%202012%20Finnish%20_FINAL.pdf (viittauspäivä 2.9.2013)

Finnair Oyj:n tilinpäätöstiedote 1.1.2012–31.12.2012; saatavissa http://www.finnairgroup.com/linked/fi/konserni/Tp_tiedote_2012.pdf (viittauspäivä 2.9.2013)

Ponsse Oyj:n tilinpäätöstiedote 1.1.2012–31.12.2012; saatavissa <http://www.ponsse.com/fi/media-arkisto/tiedotteet/ponssen-tilinpaatos-1.1.-31.12.2012> (viittauspäivä 2.9.2013)

Sponda Oyj:n tilinpäätöstiedote 1.1.2012–31.12.2012; saatavissa <http://sijoittajat.sponda.fi/-/media/Files/S/Sponda-IR/pdfs/full-year-2012/sponda-financial-statements-2012-fi> (viittauspäivä 2.9.2013)

Osavuosikatsaukset

Ahlström Oyj:n osavuosikatsaus 1.1.2013–31.3.2013; saatavissa <http://www.ahlstrom.com/fi/sijoittajat/Pages/default.aspx> (viittauspäivä 2.9.2013)

Cramo Oyj:n osavuosikatsaus 1.1.2013–31.3.2013; saatavissa <http://www.cramo.fi/Web/Core/Pages/Article.aspx?id=24959&epslanguage=FI> (viittauspäivä 2.9.2013)

Finnair Oyj:n osavuosikatsaus 1.1.2013–31.3.2013; saatavissa http://www.finnairgroup.com/konserni/konserni_12_5.html (viittauspäivä 2.9.2013)

Ponsse Oyj:n osavuosikatsaus 1.1.2013–31.3.2013; saatavissa <http://www.ponsse.com/fi/media-arkisto/tiedotteet/ponssen-osavuosikatsaus-1.1.-31.3.2013> (viittauspäivä 2.9.2013)

Sponda Oyj:n osavuosikatsaus 1.1.2013–31.3.2013; saatavissa http://qfx.quartalflife.com/Clients/%28S%28rpf2jlvku5n0zgf1w0jo4a55%29%29/fi/sponda_new/rss/newsentry.aspx?id=1002430875&culture=fi-FI (viittauspäivä 2.9.2013)

Muut pörssitiedotteet

Ahlström Oyj:n pörssitiedote 9.11.2012 (Ahlstrom laskee liikkeeseen 80 miljoonan euron hybridilainan); saatavissa <http://www.ahlstrom.com/fi/media/Tiedotteet/Porssitiedotteet/Pages/Release.aspx?newsUrl=http://cws.huginonline.com/A/132525/PR/200911/1353645.xml> (viittauspäivä 2.9.2013)

Cramo Oyj:n pörssitiedote 15.4.2012 (Cramo laskee liikkeeseen 80 miljoonan euron hybridilainan); saatavissa <http://www.cramo.fi/Web/Core/Pages/Article.aspx?id=24959&epslanguage=FI> (viittauspäivä 2.9.2013)

Finnair Oyj:n pörssitiedote 18.9.2012 (Finnair laskee liikkeeseen 120 miljoonan euron hybridilainan); saatavissa http://www.finnairgroup.com/konserni/konserni_11_1.html (viittauspäivä 2.9.2013)

Ponsse Oyj:n pörssitiedote 31.3.2009 (Ponsse laskee liikkeeseen 19 miljoonan euron oman pääoman ehtoisen joukkovelkakirjalainan); saatavissa <http://www.ponsse.com/fi/media-arkisto/tiedotteet/ponsse-laskee-liikkeeseen-19-miljoonan-euron-oman-paaoman-ehtoisen-joukkovelkakirjalainan> (viittauspäivä 2.9.2013)

Ponsse Oyj:n pörssitiedote 19.2.2013 (Ponsse maksaa hybridilainan suunnitellusti); saatavissa <http://www.ponsse.com/fi/media-arkisto/tiedotteet/ponsse-maksaa-hybridilainansa-suunnitellusti> (viittauspäivä 2.9.2013)

Sponda Oyj:n pörssitiedote 17.6.2008 (Spondalle 130 milj. euron oman pääoman ehtoinen joukkovelkakirjalaina); saatavissa http://qfx.quartalflife.com/Clients/%28S%28tyvy5a2iye3wll5550mg2q3u%29%29/fi/sponda_new/rss/newsentry.aspx?id=1001759566&culture=fi-FI (viittauspäivä 2.9.2013)

Muu aineisto

Sponda Oyj – Listing Prospectus 23.9.2008 (Listing of EUR 130,000,000 Capital Securities); saatavissa <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Esitteet/Esiterekisteri/Pages/Erittely.aspx> (viittauspäivä 2.9.2013)

Kauppalehti / Balance Consulting (Osinkotuotto-%, 31.3.2011); saatavissa <http://www.kauppalehti.fi/balance/ohjeet/osinkotuotto-%25/20110367181> (viittauspäivä 2.9.2013)